

DIE ANLAGEBERATUNG DER KREDITBANKEN

Eine Untersuchung dieser Bankleistung unter besonderer
Berücksichtigung der Stellung der Anlageberatung im
Brennpunkt divergierender Interesslagen

Dieter Krauss

1967

Die Aufzeichnung der Erfindungen
nach Erfindung Alfred Schindler
nach persönlicher Einverständigung
der Stellung der Erfindung im Bereich
des allgemeinen Erfindungs

Erfindung - Erfindung
nach Erfindung der Erfindung
einer Erfindung der Erfindung
der Erfindung der Erfindung
in Erfindung

Die Anlageberatung der Kreditbanken
Eine Untersuchung dieser Bankleistung
unter besonderer Berücksichtigung
der Stellung der Anlageberatung im Brennpunkt
divergierender Interessenlagen

Inaugural - Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

vorgelegt
von
Dieter Krauss

1968

Referent: Professor Dr. Otto Hintner
Korreferent: Professor Dr. Louis Perridon

Tag der mündlichen Prüfung: 18. Dezember 1967



V o r w o r t

Meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Professor Dr. Otto Hintner, danke ich aufrichtig für die Überlassung des Themas. Das Vorbild seiner praxisnahen Betrachtungsweise bankbetrieblicher Probleme sowie zahlreiche Anregungen aus seinem Bankseminar haben diese Arbeit entscheidend beeinflusst.

Zur Klärung vieler bei der Bearbeitung des Themas auftauchender Fragen habe ich mich wiederholt an leitende Herren und Angestellte von Banken sowie an Bankkunden gewandt. Für die dabei stets entgegenkommend erteilten und zum Teil sehr aufschlussreichen Auskünfte sei an dieser Stelle gedankt.

Inhaltsangabe

	Seite
Einleitung	1
Erster Teil: Begriffsbestimmungen	
I. Der Begriff Anlageberatung	3
II. Die Anlageberatung als Bankleistung	5
III. Der Begriff Kreditbank	7
Zweiter Teil: Die Anlageberatung	
I. Die "klassischen" Anlageziele	13
A. Liquidität	13
1. Zum Begriff	13
2. Einteilung der Liquidität	15
B. Rentabilität	18
1. Zum Begriff	18
2. Effektivverzinsung, Rendite, Gesamtrendite	19
3. Die Komponenten der Gesamtrendite	20
C. Sicherheit	24

	Seite
1. Rentabilität und Sicherheit	24
2. Die Bestimmung des Sicherheitsgrades	28
II. Die Übermittlung der Anlageberatung	31
III. Typen der Kapitalanleger	34
A. Spieler	36
B. Spekulanten	36
C. Dauieranleger	37
IV. Aufgaben und Bedeutung der Anlageberatung	38
A. Die Aufgabe der Anlageberatung aus der Sicht des Kunden	38
B. Die Aufgabe der Anlageberatung aus der Sicht der Bank	39
V. Voraussetzungen für die Durchführung der Anlageberatung	43
A. Die sachlichen Voraussetzungen für die Anlageberatung	43
B. Die personellen Voraussetzungen für die Anlageberatung	44
1. Kenntnis der Kundenwünsche und -bedürfnisse	44
2. Kenntnis der wirtschaftlichen Situation des Kunden	45
3. Kenntnis der Anlageformen	46
4. Die Wertpapieranalyse	48

	Seite
VI. Die Durchführung der Anlageberatung	50
A. Am Anlageerfolg orientierte ("objekt- bezogene") Methode der Zielerfüllung	52
1. Die Wahl der Anlageform	53
2. Die Wahl des Anlagezeitpunktes	53
3. Die Wahl innerhalb einer Anlageform	54
4. Die Analyse der zur Anlageempfehlung führenden Urteilsbildung des Anlage- beraters	55
a) Begriff und Inhalt der Erwartung	57
b) Die Subjektgebundenheit der Erwar- tung	59
c) Die Beeinflussbarkeit des Sicher- heitsgrades der Erwartung	60
d) Für die Anlageberatung relevante Erwartungsgrößen	68
aa) Erwartungen bezüglich der wirt- schaftlichen Entwicklung des Kunden	69
bb) Erwartungen bezüglich der all- gemeinen wirtschaftlichen und politischen Entwicklung	69
cc) Erwartungen bezüglich der ein- zelnen Wertpapiere und Wertpa- piergruppen	71
5. Verhaltensregeln für Anlageberater	77
a) Beschränkung auf Standardwerte erster Qualität	78
b) Der Grundsatz der Risikostreuung	79
c) Empfehlung von Investmentfonds	80
d) Antizyklisches Verhalten	81
e) Einhaltung einer Anlagekonzeption	82
f) Systematische Anlagepläne (formula timing)	84

	Seite
6. Beurteilung der am Anlageerfolg orientierten Methode der Zielerfüllung	89
B. Die "subjektbezogene" Methode der Zielerfüllung	91
1. Das Wesen der "subjektbezogenen" Methode	91
2. Das Vertrauen als Element der Anlageberatung	91
3. Die Beziehung Kunde - Anlageberater	92
4. Anpassungsvorgänge zwischen Kunden und Anlageberater	97
5. Die Kundenkartei als Hilfsmittel bei der subjektbezogenen Methode der Zielerfüllung	98
C. Gegenüberstellung der beiden Methoden der Zielerfüllung	99
VII. Die Haftung der Kreditinstitute für die Raterteilung	101
VIII. Die Qualität der Anlageberatung deutscher Kreditbanken	102
A. Erklärung zur Untersuchungsmethode	102
B. Befragungsergebnisse und Folgerungen	102
C. Der Wandel der Anlageberatung in der Gegenwart	106

	Seite
1. Der Einfluss neuer Konkurrenten der Kreditbanken auf dem Anlagesektor	106
2. Der Einfluss des technischen Fortschritts auf die Anlageberatung	109
3. Der Einfluss des Gesetzgebers	110
4. Die spezielle Problematik der Anlageberatung beim Typ der Universalbank	111
Dritter Teil: Mögliche Interessenkonflikte bei der Anlageberatung	
I. Das Wesen der untersuchten Interessenkonflikte	113
II. Die Entstehungsbereiche der Interessenkonflikte	114
A. Aus dem Passivgeschäft der Banken herrührende Interessenkonflikte	115
1. Bei der Wahl der Einlageform entstehende Interessenkonflikte	115
2. Bei der Umwandlung von Einlagen in andere Anlageformen entstehende Interessenkonflikte	116
3. Sonstige die Passivseite betreffende Interessenkonflikte	117
B. Aus dem Aktivgeschäft und dem Dienstleistungsgeschäft der Banken herrührende Interessenkonflikte	118

	Seite
1. Das Kreditgeschäft als Konflikt- quelle	118
2. Das Emissionsgeschäft als Kon- fliktquelle	120
3. Beteiligungen und Eigenbestände an Wertpapieren als Konfliktquelle	122
4. Die Kosten der Bankleistungen als Konfliktquelle	125
C. Das Bankgeheimnis als Konfliktquelle	127
D. Die Verschiedenartigkeit des Kunden- kreises als Konfliktquelle	129
E. Die Interbankverflechtungen als Kon- fliktquelle	131
III. Folgerungen	133

Literaturverzeichnis

Einleitung

In der vorliegenden Arbeit wird die Anlageberatung der deutschen Kreditbanken untersucht, weil fast alle Kreditinstitute dieser Gruppe zum Typ der Universalbank gehören, der wegen der Vielzahl der betriebenen Bankgeschäfte für die Untersuchung von Interessenkonflikten besonders geeignet ist.

Systematische Darstellungen der Anlageberatung und der beim Typ der Universalbank möglichen Interessenkonflikte fehlen in der deutschsprachigen Literatur.¹⁾ Eine Verknüpfung der beiden Problemkreise, wie sie in dieser Arbeit versucht wird, wurde, soweit dem Verfasser bekannt ist, ebenfalls noch nicht vorgenommen.

Im Interesse einer geschlossenen Darstellung wird auf eine breitangelegte Untersuchung auftauchender Randprobleme in der Regel verzichtet.

Im Gegensatz zur üblichen Darstellungsweise, bei der die Anlageberatung meist nur als Bestandteil oder Nebenleistung des Effektengeschäftes betrachtet wird, soll in dieser Arbeit der Versuch unternommen werden, die Anlageberatung als Bankleistung iso-

1) Stützer, Rudolf: Theoretische Grundlagen der Vermögensberatung, in: ZfK, 5/1966, S.183: "Für eine Lehre von der Vermögensanlage ist es sicherlich auch noch zu früh. Es fehlen bereits die allgemeingültigen Definitionen. Wer sich auf Literatur stützen will, hat es schwer." - Ähnlich äussert sich Zimmerer, Carl: Zur Theorie der Vermögenslage, in: ZfK, 11/1965, S.492.

liert zu untersuchen. Damit ist eine Analyse spezieller Probleme der Anlageberatung bei Kreditbanken verbunden.

Besonders eingehend wird auf solche Konstellationen hingewiesen, die bei der Anlageberatung Interessenkonflikte denkbar erscheinen lassen. Dabei wird nicht in erster Linie untersucht, inwieweit solche Konfliktsituationen in der Praxis tatsächlich zu Spannungen oder Störungen irgendwelcher Art führen; es werden vielmehr lediglich alle im Zusammenhang mit der Anlageberatung theoretisch denkbaren Interessenkonflikte beleuchtet, um den Problemkreis Interessenkonflikte, der für die Anlageberatung bei Universalbanken von besonderer Bedeutung ist, einer eingehenden Untersuchung zugänglicher zu machen.

Erster Teil

Begriffsbestimmungen

I. Der Begriff Anlageberatung

Um befriedigend definieren zu können, was unter Anlageberatung verstanden werden soll, ist zunächst zu klären, welcher Inhalt dem Wortteil "Anlage" in dieser Wortverbindung zukommt. Dem betriebswirtschaftlichen und allgemeinen Sprachgebrauch entsprechend, wird es sich jedenfalls nicht um kurzfristige Finanzdispositionen handeln, sondern um die Bindung von Mitteln, die nicht für den Verbrauch bestimmt sind (Ersparnisse), in Vermögensformen, die - ganz allgemein - als wertbeständig und vermögensmehrend angesehen werden. Sowohl die Tätigkeit des Festlegens von frei verfügbaren Mitteln als auch das Ergebnis dieser Tätigkeit, die in bestimmten Vermögensformen gebundenen Mittel, werden als Anlage (investment) bezeichnet.

Das Wort wird demnach in einem Doppelsinn gebraucht, wodurch auch die Wortverbindung "Anlageberatung" zu einer doppelten Bedeutung gelangt: einmal als die Beratung bei der Bindung von Mitteln in bestimmten Vermögensformen; zum andern als eine fortwährende Beratung, nachdem diese Anlage durchgeführt wurde. Also betrifft Anlageberatung in diesem zweiten Sinn das Ergebnis des Anlagevorganges, während der ursprüngliche Wortsinn nur die Beratung beim Anlagevorgang selbst bedeutet.

Der Unterschied zwischen diesen beiden Interpretationen erscheint zunächst gering. Er gewinnt jedoch an Bedeutung, wenn man sich vergegenwärtigt, dass eine Beratung im Sinne der zweiten Interpretation eine beträchtliche Initiative der Bank erfordert, während bei der er-

sten Interpretation die Anlageberatung in der Regel nur auf Initiative des Kunden erfolgen kann. So stellt die übliche Form der Effektenberatung eine Anlageberatung im Sinne der ersten Interpretation dar, weil hier der Kunde vor dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren die Bank um Rat "ersucht". Die sogenannte Depotüberwachung, bei der die Bank alle oder einzelne Kundendepots ständig daraufhin untersucht, ob in ihnen Wertpapiere enthalten sind, deren Verkauf die Bank für angebracht hält (Gewinnmitnahmen, Erwartung von Kursrückgängen, Tauschoperationen u.ä.), wäre dagegen ein geeignetes Beispiel für die zweite Interpretation.

In dieser Arbeit wird jedoch zwischen diesen beiden Interpretationsmöglichkeiten nicht unterschieden, weil hier "Anlageberatung" umfassend sowohl im Sinne der ersten wie im Sinne der zweiten Auslegung verstanden wird.

Anlageberatung im Sinne dieser Arbeit ist somit jede Beratung der Kundschaft seitens der Bank über Vermögensdispositionen, soweit sie Vermögensformen betrifft, mit deren Vermittlung oder Verwaltung die Kreditbanken sich üblicherweise befassen und die als "Anlage" im Sinne der obigen Ausführungen anzusprechen sind. Durch die Einschränkung "üblicherweise" soll klargestellt werden, dass nicht das weite Feld der allgemeinen Vermögensberatung Gegenstand dieser Arbeit ist. Diese allgemeine Vermögensberatung umfasst die Beratung bei Erwerb und Veräußerung von gewerblichen Unternehmungen aller Art, von Grundstücken, Kunstgegenständen, Beteiligungen, ferner die Beratung in Steuer- und Erschaftsfragen und an-

derem, so dass sie nicht zu den von den Kreditbanken üblicherweise betriebenen Tätigkeiten gerechnet werden kann. Es ist jedoch festzuhalten, dass durchaus bei den deutschen Kreditbanken Bestrebungen im Gange sind, dieses Feld der allgemeinen Vermögensberatung künftig verstärkt zu pflegen und mit Vermögensverwaltungen zu verbinden.¹⁾

In der Arbeit wird somit die Anlageberatung untersucht, wie sie in den Effektenabteilungen der Kreditbanken durchgeführt wird. Es liegt nahe, dass der Anlage in Effekten²⁾ hier primäre Bedeutung zukommt.

II. Die Anlageberatung als Bankleistung

Der Begriff der Bankleistung wird in der Literatur unterschiedlich weit gefasst³⁾. Vor allem bei Kosten-Untersuchungen erweist sich eine genaue Bestimmung dessen, was als Bankleistung verstanden werden soll, als wichtig. Dabei wird in der Regel davon ausgegangen, dass sich die Leistungen der Bank nur schwer isoliert untersuchen lassen. Aus diesem Grund weicht man auf die

- 1) Von den Grossbanken betätigt sich (für Vermögen über 100.000.-- DM) vor allem die Dresdner Bank auf diesem Gebiet. Vgl. ZfK, 16/1959, S.739 ff.
- 2) Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961, S.52: Effekten sind "Wertpapiere, welche in der Regel zur Kapitalanlage dienen, sei es in der Form der Schuldverschreibung oder des Anteilspapiers."
- 3) Vgl. Kaminsky, Stefan: Die Kosten- und Erfolgsrechnung der Kreditinstitute, Meisenheim 1955, S.24 ff. Schönplug, Fritz: Zum Begriff der bankbetrieblichen Leistung, in: Zahlungsverkehr und Bankbetrieb, 1/1934, S.17 ff. und S.103. - Schönplug, Fritz: Die Abteilungskalkulation in Bankbetrieben, Berlin 1934, S.66.

Untersuchung von "Leistungsbündeln" aus und überlässt die Entscheidung darüber, was als Bankleistung anzusehen ist, dem Kriterium der Gebühren- oder Provisions-einheit.¹⁾ So wird beispielsweise im Effekten-Kommissionsgeschäft die Abwicklung eines Kundenauftrags (Kauf- oder Verkauforder) als eine Bankleistung angesehen, obwohl es auf der Hand liegt, dass diese Bankleistung in zahlreiche Einzelleistungen zergliedert werden könnte.

Bei der verbreiteten Einstufung der Anlageberatung als Bestandteil oder Nebenleistung eines anderen Vertragsverhältnisses (z.B. eines Effektenkommissionsgeschäftes) ist es nicht verwunderlich, dass die Anlageberatung in der deutschsprachigen Literatur keine besondere Aufmerksamkeit erlangen konnte.

Auch von Kunden wird die Anlageberatung der Kreditbanken nur selten als isolierte Bankleistung aufgefasst - nicht zuletzt deshalb, weil sie in ihren Bankabrechnungen nie einen Posten "Anlageberatung" entdecken können.

Ziemlich einheitlich wird somit die Anlageberatung lediglich als "Zusatzleistung", "Kundendienst", "Bankusance" angesehen. Angesichts des ständig zunehmenden Interesses breiterer Bevölkerungskreise an der Vermögensbil-

Hasenack, Wilhelm: Betriebskalkulation im Bankgewerbe, Berlin 1925, S.IX. - Herbst, Walter: Die Selbstkostenrechnung im Bankbetrieb, Dissertation Frankfurt 1927, S.57 ff, S.21. - Isaac, Alfred: Über das Selbstkostenproblem im Bankbetrieb, Leipzig 1921, S.7. - Reutlinger, R.: Die Kostenrechnung im Bankgewerbe, Bern 1947, S.23. - Heinen, Edmund: Betriebswirtschaftliche Kostenlehre, Band I, Begriff und Theorie der Kosten, 2.Auflage, Wiesbaden 1965, S.67 ff. - Mellerowicz, Konrad: Kosten- und Kostenrechnung, Band I: Theorie der Kosten, 4.Auflage, Berlin 1963, S.188.

1) Schönflug, Fritz: Die Abteilungskalkulation in Bank-

dung durch Wertpapieranlagen¹⁾ verdient die Anlageberatung jedoch grössere Beachtung²⁾.

Die reine Abwicklung einer Effektentransaktion ist unproblematisch und mit nicht allzu hohem Aufwand verbunden. Die Anlageberatung nimmt dagegen viel Zeit von hochqualifizierten Angestellten in Anspruch und bringt zahllose Probleme mit sich. Andererseits bestimmt sie das Urteil der Kunden über die Leistungsfähigkeit einer Bank im Anlagegeschäft. Sie verdient daher, als zentrale Leistung der Effektenabteilung eingestuft zu werden.

Diese Einstufung allein würde eine Untersuchung der Anlageberatung rechtfertigen. Die Untersuchung der Anlageberatung erweist sich zudem noch als günstiger Ansatzpunkt für die Darstellung der Interessenkonflikte, die beim Typ der Universalbank wirksam werden können.

III. Der Begriff Kreditbank

Die Kreditbanken sind eine nach Rechtsform, Geschäftsumfang und Geschäftsstruktur sehr heterogene Gruppe, in der sich jedoch einige gemeinsame Grundmerkmale feststellen lassen. Es sind dies vor allem die Zugehörigkeit zum Typ der Universalbank (mit Schwerpunkt auf dem kurzfristigen Kreditgeschäft) und das fast gänzliche Fehlen von

betrieben, Berlin 1934, S.66: "..., wobei wir unter Leistung den Inbegriff der verschiedenen Arten und Formen der Betriebsarbeit verstehen, die ihren Niederschlag findet in einer messbaren Menge bestimmt umgrenzbarer Arbeitsergebnisse."

1) Vgl. Depot-Übersicht auf S.10.

2) Hagenmüller, Karl F.: Der Bankbetrieb, Band II, Wiesbaden 1964, S.208: "Besonders heute im Zuge der Internationalisierung der Effektenmärkte und des in den vergangenen Jahren sprunghaft gestiegenen Interesses am Wertpapierbesitz kommt der Anlageberatung wachsende Bedeutung zu".

Kreditinstituten des öffentlichen Rechts in dieser Gruppe.

Weder die Bank deutscher Länder noch die Deutsche Bundesbank hat bekanntgegeben, nach welchen Kriterien ein Kreditinstitut in die Gruppe der Kreditbanken und vor allem in eine ihrer vier Untergruppen (Grossbanken; Staats-, Regional- und Lokalbanken; Privatbankiers; Spezial-, Haus- und Branchebanken) eingeordnet wird¹⁾. Zur Begriffsbestimmung der Gruppe Kreditbanken muss man sich daher - wenig elegant - mit einer Aufzählung aller in diese Gruppe fallenden Kreditinstitute behelfen: Kreditbanken sind "Gross-, Staats-, Regional- und Lokalbanken, Spezial-, Haus- und Branchebanken, Privatbanken, -bankhäuser, -bankgeschäfte und -bankiers, Niederlassungen ausländischer Banken".²⁾

Das Ziel, "Institute gleichartiger Geschäftsstruktur zusammenzufassen"³⁾, dürfte jedoch mit der von der Deutschen Bundesbank vorgenommenen Gliederung der Bankengruppen erreicht werden.

Für diese Untersuchung wurde die Gruppe Kreditbanken gewählt, weil alle Kreditbanken dem für die Darstellung einer Vielzahl von Interessenkonflikten besonders geeigneten Typ der Universalbank⁴⁾ angehören und weil die Kreditbanken im deutschen Effekten-geschäft unangefochten die führende Stellung einnehmen⁵⁾. Sie sind da-

1) Vgl. Esenwein-Rothe, Ingeborg: Die Struktur des Bankwesens als Gegenstand wirtschaftsstatistischer Analyse, Berlin 1959, S.73.

2) Beck, Heinz: Kommentar zum Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Mainz-Gonsenheim, Düsseldorf 1959, S.318.

3) Statistisches Handbuch der Bank deutscher Länder, Frankfurt 1955, S.283.

4) Vgl. Obst-Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 35.Auflage, Stuttgart 1963, S.253.

5) Vgl. Depot-Übersicht auf S.11 f.

her in besonders starkem Masse mit den Problemen der Anlageberatung konfrontiert.

Die Konzentration der Untersuchung auf die Gruppe Kreditbanken schliesst freilich nicht aus, dass die nachstehenden Darlegungen auch für andere Gruppen von Kreditinstituten, insbesondere die Sparkassen, Bedeutung haben.¹⁾

Wenn im folgenden von "Banken" die Rede ist, so ist damit ein Kreditinstitut vom Typ der Universalbank gemeint.

1) Vgl. Obst-Hintner, a.a.O., S.257.

Tabelle 1:

Die Entwicklung der Depots aller Kreditinstitute
(einschliesslich Bundesbank) zwischen 1962 und 1966.

Jahresende	Zahl der Depots in Tsd. Stück	Nominalwert der festverzinslichen Wertpapiere Mio. DM	Nominalwert der Aktien Mio. DM
1962	2.703,6	34.753	19.786
1966	4.078,2	59.355	25.476

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1967, S.20.

Tabelle 2:

Anteile der Kreditinstitute und der Bundesbank am Depotgeschäft
Stand Ende 1966

Bankengruppe	Anzahl der Depots in v.H. von gesamt	Festverzinsliche Wertpapiere in v.H. von gesamt	Aktien ¹⁾ in v.H. von gesamt	Investmentzer- tifikate in v.H. von gesamt
Kreditbanken	48,6	59,3	75,5	81,2
Sparkassen	37,4	11,4	7,8	12,4
Kreditgenossen- schaften	11,9	2,8	1,6	5,1
Girozentralen, Hypo- thekenbanken, übrige Bankengruppen	2,1	26,5	15,1	1,3

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1967, S.20.

1) Ohne ausländische Emittenten und ohne Versicherungsaktien.

Tabelle 3:

Durchschnittsbetrag der Kundendepots¹⁾

Bankengruppe	Stand Ende 1966
Kreditbanken	28.472
Sparkassen	5.919
Kreditgenossenschaften	4.554

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1967, S.18.

 1) Aktien und Rentenwerte in Nominalwerten, Investmentzertifikate mit einem Stückpreis von 31 DM bewertet.

Zweiter Teil

Die Anlageberatung

Nachdem auf S. 3 ff. bereits erläutert wurde, was unter Anlageberatung verstanden werden soll, kann ohne weitere Vorbemerkung versucht werden, den Komplex Anlageberatung in erfassbare Teilbereiche aufzuspalten. Das erste Kapitel dieser Gliederung gilt den "klassischen" Anlagezielen.

I. Die "klassischen" Anlageziele

Herkömmlicherweise werden für eine "gute" Kapitalanlage folgende Eigenschaften gefordert:

Liquidität
Rentabilität
Sicherheit

In welchem Masse einer bestimmten Eigenschaft aus dieser Dreiergruppe der Vorrang gegeben werden soll, hängt von den individuellen Wünschen und Möglichkeiten des einzelnen Anlegers ab. Eine nähere Beleuchtung der Begriffe Liquidität, Rentabilität und Sicherheit wird deren enge Verwandtschaft und Abhängigkeit aufzeigen.

A. Liquidität

1. Zum Begriff

Eine eingehende Darstellung der umfangreichen Probleme im Zusammenhang mit der Liquidität kann hier nicht gegeben werden; nur auf die wichtigsten Gesichtspunkte sei hingewiesen.

Liquidität einer Anlage ist die "Eigenschaft, mehr oder weniger leicht als Zahlungsmittel verwendet oder durch Verkauf oder Abtretung in ein Zahlungsmittel umgewandelt werden zu können". ¹⁾ Oder etwas praktischer formuliert: Die Liquidität eines Gutes drückt aus, "ob zur Umwandlung dieses Gutes in Geld eine relativ lange oder kurze Zeit benötigt wird bzw. ob die vorzeitige Verwertung des Gutes mit oder ohne Verlust möglich bzw. mit relativ großem oder kleinem Verlust verbunden ist". ²⁾

Diese Begriffsbestimmung Stuckens zeigt das Kernproblem der Liquidität: Bei der Liquidität kommt es demnach nicht allein auf die Fristigkeit eines Vermögensteiles an, sondern mindestens ebenso auf seine Abtretbarkeit (shiftability). ³⁾ Die Marktverhältnisse bestimmen damit wesentlich den Liquiditätsgrad.

Allerdings kommt in Stuckens Fassung des Liquiditätsbegriffes nicht klar zum Ausdruck, daß ein und dasselbe Wertpapier (Anlage) eine ganz verschiedene Liquidität im Sinne der zitierten Definition haben kann, je nach dem, ob im Verhältnis zum Marktvolumen ein kleiner oder ein großer Posten Wertpapiere

-
- 1) Stützel, Wolfgang: Liquidität in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, Sechster Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959, S. 622. - Eine abweichende Auffassung vertritt Strobel, der eine Definition, die die Liquidität als Eigenschaft des Vermögens kennzeichnet, ablehnt wegen der "Notwendigkeit, eindeutige Begriffe zu gebrauchen". Vgl. Strobel, Arno: Die Liquidität, 2. Auflage, Stuttgart 1953, S. 50.
 - 2) Stucken, Rudolf: Liquidität der Banken, Berlin 1940, S.12.
 - 3) Vgl. Stützel, Wolfgang, a.a.O., S. 622.

in Zahlungsmittel umgewandelt werden soll, ob der Zinstrend steigt oder fällt oder ob die Liquidität der Wirtschaft angespannt ist oder nicht.

Diese Frage und die damit zusammenhängenden Probleme sind mit dem preistheoretischen Instrumentarium lösbar, sollen aber an dieser Stelle nicht näher beleuchtet werden.

Mit Verlust gegenüber dem 'Normalablauf' ist bei vorzeitiger Liquidisierung letztlich unter einigermaßen normalen Verhältnissen fast jede Anlage in Zentralbankgeld umzuwandeln. Diesen Zusammenhang soll Figur I auf der folgenden Seite skizzieren. ¹⁾

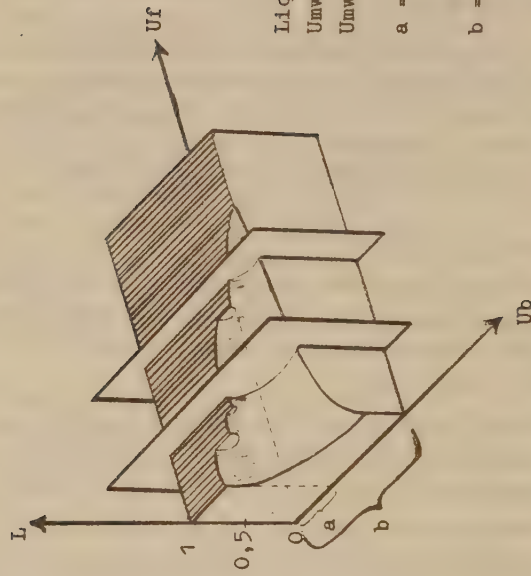
2. Einteilung der Liquidität ²⁾

Üblicherweise wird die Liquidität in natürliche (echte, absolute) Liquidität (Selbstliquidation) und in abgeleitete (künstliche, abhängige) Liquidität (shiftability) eingeteilt.

Zusätzlich sei hier auf den durch Zins- und Dividendenausschüttungen entstehenden Liquiditätseffekt hingewiesen.

1) Stützel, Wolfgang, a.a.O., S. 623.

2) Vgl. Stützer, Rudolf: Die Wertpapieranlage der Kreditinstitute, Berlin 1957, S. 99 ff. Stützer beleuchtet die Unterschiede zwischen der in der 'orthodoxen' deutschen Bankliteratur vertretenen und der englischen Liquiditätsauffassung, welche die 'shiftability' der Aktiva in den Mittelpunkt stellt. - Stucken, Rudolf: Liquidität der Banken, Berlin 1940, S. 13. - Bock, Theodor: Die Aussagefähigkeit der Bankbilanz, Dissertation München 1960, S. 155. - Stützel, Wolfgang, a.a.O., S. 622.



Liquiditätsgrad = L
 Umwandlungsfrist = Uf
 Umwandlungsbetrag = Ub

a = unmittelbar vorhandener
 Kassenbestand

b = Gesamter Vermögensbestand

Unter n a t ü r l i c h e r Liquidität eines Wertpapieres ist die Eigenschaft zu verstehen, nach Ablauf der vereinbarten Laufzeit wieder in Geld zurückverwandelt zu werden.

Natürliche Liquidität ist vor allem den festverzinslichen Wertpapieren inhärent. Es gibt jedoch auch Aktien, bei denen in gewissem Umfang von natürlicher Liquidität gesprochen werden kann, und zwar dann, wenn die Satzung der Aktiengesellschaft die Liquidation an einem schon feststehenden künftigen Zeitpunkt vorsieht, wenn die Aktien mit einem Heimfallanspruch oder mit einem Rückkaufrecht gegen Abfindung der Inhaber belastet sind oder auch bei dem Grenzfall eines befristeten Barabfindungsangebotes an die Aktionäre.

Die natürliche Liquidität eines Wertpapieres wird um so größer sein, je kürzer die Laufzeit ist, die bis zur Rückzahlung eines Wertpapieres noch verstreichen muß. Dabei sei vorausgesetzt, daß der Schuldner tatsächlich in der Lage ist, bei Fälligkeit die Rückzahlung vorzunehmen.

Der Wert, der einer hohen natürlichen Liquidität beigemessen wird, ist beispielsweise an der hohen Zinsdifferenz zwischen Geldmarktpapieren und Wertpapieren des Kapitalmarktes abzulesen.

A b g e l e i t e t e Liquidität ist die "Liquidität, die sich im Zusammenhang mit der Möglichkeit des Verkaufs oder der Beleihung eines Wertpapieres ergibt" ¹⁾.

1) Stucken, Rudolf: Liquidität der Banken, Berlin 1940, S. 13.

Wie problematisch die Liquiditätsbeschaffung durch Veräußerung von Wertpapieren sein kann, haben die Börsenkrisen gelehrt. Oftmals war die Verwertung von Wertpapieren am Kapitalmarkt gerade dann, wenn die Inhaber "ihrer am stärksten bedurften, schlechterdings nicht möglich". ¹⁾ Von diesem Nachteil sind besonders die Dividendenwerte betroffen, denen die 'Fixpunkte' der festverzinslichen Wertpapiere, nämlich bestimmbare Laufzeit und bestimmte Höhe des Rückzahlungskurses, fehlen.

Das Ausmaß der möglichen Wertschwankungen bestimmt den Grad der abgeleiteten Liquidität durch Beleihung. (Bei Wertpapieren beträgt die durchschnittliche Beleihungsgrenze für Rentenwerte 70 bis 85 % des Nominalwertes; für Aktien 50 bis 70 % des Kurswertes.)

B. Rentabilität

1. Zum Begriff

Wenn hier von der Rentabilität als Eigenschaft einer Anlage die Rede ist, so ist dies nur insoweit vertretbar, als der allgemeine Sprachgebrauch und einzelne Fachautoren ²⁾ den Begriff Rentabilität im Zusammenhang mit Vermögensgegenständen als Ausdruck für deren Ertragsfähigkeit (Einträglichkeit, Effizienz) benutzen.

1) Stucken, Rudolf, a.a.O., S.126.

2) Vgl. Kosiol, Erich: Aufsatz: Rentabilität, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band III, 3. Auflage, Stuttgart 1960, S. 4642. - Viel, Jakob: Betriebs- und Unternehmensanalyse, 2. Auflage, Zürich 1958, S. 190 ff.

Überwiegend wird in der betriebswirtschaftlichen Literatur unter Rentabilität nur generell die Beziehung von Gewinn zu Kapital verstanden, wobei je nach den gewählten Bezugsgrößen zwischen Eigenkapital-Rentabilität, Gesamtkapital-Rentabilität und anderen Quotienten unterschieden wird.

Entsprechend muß hier die Rentabilität beispielsweise eines Wertpapieres korrekterweise als die Rentabilität des in Wertpapieren angelegten Kapitals definiert werden. Das eingesetzte Kapital ist demnach die Bezugsgröße für die Messung der Ertragsfähigkeit von Wertpapieren, die Rentabilität Ausdruck der Ergiebigkeit des - in Wertpapieren gebundenen - Kapitals.

Der Nenner des Bruches, der die Rentabilität einer Anlage bestimmen soll, steht nun mit dem für eine Anlage eingesetzten Kapitalbetrag fest.

Je nach der Gestaltung des Zählers können die folgenden Messgrößen der Rentabilität unterschieden werden.

2. Effektivverzinsung (laufende Verzinsung), Rendite, Gesamtrendite

Der Bruch
$$\frac{\text{Zins (oder Dividende) pro Jahr} \cdot 100}{\text{eingesetztes Kapital}}$$

bestimmt die Effektivverzinsung. Sie gibt, im Unterschied zur Nominalverzinsung, die Realverzinsung einer Kapitalanlage an.

Eine Zwischenstellung hinsichtlich der Aussagekraft nimmt zwischen Effektivverzinsung und Gesamtrendite die Rendite ein. Zu ihrer Ermittlung werden

Disagio, Agio und die Laufzeit eingerechnet.¹⁾ Bei Aktien besteht kein Unterschied zwischen Effektivverzinsung und Rendite.

Die genaueste Messgrösse der Rentabilität des in einer Anlage gebundenen Kapitals stellt die Gesamtrendite dar. Sie berücksichtigt alle Erträge und alle Aufwendungen, die eine Anlage betreffen.

Sie wird im folgenden Kapitel näher bestimmt.

3. Die Komponenten der Gesamtrendite

Die Gesamtrendite einer Anlage kann erst nach der Rückverwandlung der Anlage in Geld - also nach Verkauf oder nach Einlösung durch den Schuldner - exakt ermittelt werden. Vorher können nur die erzielten Erträge aus Zins- und Dividendenzahlungen sowie aus verwerteten Bezugsrechten festgestellt werden. Eventuell eingetretene Buchgewinne oder -verluste lassen keinen verlässlichen Rückschluss auf die tatsächlich erzielbaren Erlöse bei künftiger Veräusserung zu.

Nur bei festverzinslichen Wertpapieren, deren Rückzahlungstermin nahe bevorsteht, wird der Kurs durch die Angleichung an den festgelegten Einlösungskurs (pari oder über pari) zu einer mit abnehmender Restlaufzeit immer zuverlässiger bestimmbarer Grösse - einwandfreie Bonität des Emittenten vorausgesetzt.

¹⁾ Oppermann, Georg, Wertpapiere, Frankfurt, Köln 1956, S.30 f: "In der Praxis, auch im Schrifttum und in der Rechtsprechung, wird häufig kein Unterschied zwischen den Begriffen 'Effektivverzinsung und Rendite' gemacht."

Die den Zähler der Gesamtrendite bildenden Ertrags- und Aufwandsblöcke lassen sich bei einer Wertpapieranlage in folgende Komponenten aufgliedern:

Erträge:

Zins und Dividende;
verwertete Bezugsrechte;
Kursgewinne.

Aufwendungen:

An- und Verkaufsgebühren: Provision, Courtage,
Börsenumsatzsteuer, Auslagenersatz;
Verwahrungs- und Verwaltungsgebühren: z.B. Depot-
gebühren; Kursverluste.

Die Aufwendungen sind in ihrer Zusammensetzung bei festverzinslichen Wertpapieren und bei Dividendenerwartungen gleich; hinsichtlich ihrer Höhe unterscheiden sie sich jedoch.

Eine allzu differenzierte Berücksichtigung aller denkbaren Komponenten der Gesamtrendite kann kaum sinnvoll sein, da der Erfolg einer Anlage zum allergrößten Teil von den laufenden Erträgen (Zins, Dividende, Miete, Gewinnbeteiligung etc.) und den Wertveränderungen der Anlage bestimmt wird. Die Höhe des mit der Anlage entstandenen Aufwands spielt daneben eine untergeordnete Rolle, vor allem bei der langfristigen Anlage. Spitzfindige Kostenermittlungen und Zinseszinsüberlegungen unterbleiben in der Praxis.

Auch die Geldwertschwankungen (Kaufkraftveränderungen des Geldes) werden in der Regel nicht mitberücksichtigt. Bei der Berechnung der Gesamtrendite liegt also eine rein nominale Geldrechnung vor.

Eine Betrachtung der Quellen der Erträge einer Wertpapieranlage wäre nicht vollständig ohne Hinweis auf die Möglichkeit, zu erwartende Wechselkursänderungen durch eine Wertpapieranlage gewinnbringend zu nutzen. Neben den schon geschilderten Rentabilitätsfaktoren wäre in diesem Fall noch der Kursgewinn aus dem Devisengeschäft bei der Rentabilitätsberechnung anzusetzen, denn Wertpapiergeschäft und Devisengeschäft sind hierbei als Einheit aufzufassen.

Da solche Geschäfte aber hochgradig spekulativ sind, können sie als selten und in nicht allzu grossem Umfang getätigte Sondergeschäfte bezeichnet werden.

Formelmässiger Ausdruck der Gesamtrendite

In den beiden folgenden Formeln sind die massgebenden Faktoren der Rentabilität einer Wertpapieranlage rechnerisch zusammengefasst.

a) Für festverzinsliche Wertpapiere

Die Gesamtrendite für eine Wertpapieranlage in festverzinslichen Wertpapieren errechnet sich wie folgt:

GR = Gesamtrendite in Prozent pro Jahr
Z = steuerbereinigte Summe der Zinsen (ohne Zinseszins)
K = Kursgewinn bzw. Kursverlust (unter Einrechnung von Disagio und Agio)
C = Summe aller für die Verwaltung und bei der Veräusserung entstehenden Aufwendungen
eK = eingesetztes Kapital (Kaufpreis plus Ankaufspesen)
t = Anlagedauer in Tagen

$$GR = \frac{(Z + K - C) \cdot 360 \cdot 100}{eK \cdot t}$$

Die unterschiedliche steuerliche Behandlung der vereinnahmten Zinsen (steuerfreie, steuerbegünstigte,

tarifbesteuerte festverzinsliche Wertpapiere) ¹⁾
 ist der Grund dafür, daß nur die Zinssumme ein
 richtiges Bild der Gesamtrendite geben kann, in
 der steuerliche Besonderheiten berücksichtigt
 sind. ²⁾

b) Für Dividendenwerte

Die Berechnung der Gesamtrendite einer
 Aktienanlage erfolgt - unter Berücksichtigung
 einiger zusätzlicher Komponenten - analog der
 Gesamtrenditenberechnung für die Rentenanlage:

GR = Gesamtrendite in Prozent pro Jahr

D = Summe der Dividenden

B = Erlöse aus der Verwertung von Bezugsrechten ³⁾

K = Kursgewinn bzw. Kursverlust

C = Summe aller für die Verwaltung und bei der
 Veräußerung entstehenden Aufwendungen

eK = eingesetztes Kapital (Kaufpreis plus Ankaufspesen)

t = Anlagedauer in Tagen

$$GR = \frac{(D + B + K - C) \cdot 360 \cdot 100}{eK \cdot t}$$

1) Vgl. Dannemann, Werner: Struktur und Funktionsweise
 des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland,
 Tübingen 1959, S. 69; Dannemann spricht von einer
 'Spaltung' des Rentenmarktes in unterschiedliche
 Sondermärkte nach Steuergesichtspunkten. - Vgl. fer-
 ner Oppermann, Georg, a.a.O., S. 21 ff.

2) Vgl. Fischer, Otfried: Bankbilanz-Analyse, Meisen-
 heim am Glan 1956, S. 105/106.

3) Sofern ein Anleger die auf seinen Aktienbestand ent-
 fallenden jungen Aktien bezieht, muß bei dem die Ge-
 samtrendite darstellenden Bruch der Nenner um den
 für den Bezug der Aktien aufzuwendenden Betrag er-
 höht werden. Im Zähler sind entsprechend alle Posten
 zu korrigieren. In der Gesamtrenditenberechnung wird
 sonach der Bestand an alten Aktien und die darauf
 bezogenen neuen Aktien als Einheit aufgefaßt. Die
 Unterschiede in der Anlagedauer zwischen alten und
 jungen Aktien werden durch entsprechende t-Werte
 berücksichtigt.

Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, daß der Anleger, je nach der Höhe von Steuerkurs und Anschaffungskurs der Aktien, unter Umständen beim Vergleich der Gesamterträge verschiedener Aktien unterschiedliche effektive Belastungen mit Vermögensteuer berücksichtigen muß.

C. Sicherheit

Die laufenden Erträge bestimmen durch ihren Einfluß auf den Kurs/Preis einer Anlage in starkem Maße auch die sogenannte Sicherheit der Anlage. Darunter wird in erster Linie die Vermeidung und Einschränkung von Kursverlusten bzw. Totalverlust der Anlage verstanden.

Da, wie oben definiert, die Kursveränderungen in die Gesamterträge-Berechnung eingehen, erscheint es vertretbar, die Sicherheit von Anlagen nicht isoliert, sondern im Zusammenhang mit der Rentabilität zu untersuchen.

1. Rentabilität und Sicherheit

Wie eng die Verbindung von Rentabilität und Sicherheit ist, zeigt sich beispielsweise daran, daß die bis zum Einlösungszeitpunkt genau berechenbare Verzinsung von festverzinslichen Wertpapieren ¹⁾ - mögliche Schuldnerinsolvenzen, Zinskonversionen oder Währungsumstellungen sollen ausser Betracht bleiben - Hauptursache der Sicherheit dieser Gruppe von Wertpapieren ist.

1) Dies ermöglicht die Aufstellung von Renditetabellen. Vgl. 'Der Mindestertrag aus Rentenwerten', Darmstadt 1957, Verlag Hoppenstedt & Co.

Die Fähigkeit der Emittenten, Verzinsung und Tilgung der durch Wertpapiere verbrieften Schulden einwandfrei zu leisten, kann dank der gesetzlichen Bestimmungen und der Organisation des Kapitalmarktes ¹⁾ heute allgemein unterstellt werden, sofern man die Möglichkeit katastrophenartiger Wirtschaftskrisen für die Zukunft ausschließt.

Solange nicht die Bonität der Schuldner von festverzinslichen Wertpapieren, die Währungssituation oder die politische Lage gefährdet erscheinen, liegt das Risiko bei festverzinslichen Wertpapieren fast nur in einer eventuellen Erhöhung des Zinsniveaus auf dem Kapitalmarkt. Steigendem Kapitalmarktzins entsprechen sinkende Kurse auf dem Rentenmarkt.

Die Sicherheit gegenüber Kursverlusten ist also von der Stabilität des Kapitalmarkt-Zinsniveaus abhängig. Entscheidend ist jedoch, daß ein Anleger, sofern er seine festverzinslichen Wertpapiere bis zum Fälligkeitstermin durchhält, keine Einbuße gegenüber der beim Erwerb der festverzinslichen Wertpapiere errechneten Gesamtrendite erleidet. Freilich ist die Verzinsung der Anlage jetzt nicht mehr 'marktkonform', aber Tatsache bleibt, daß die errechnete Gesamtrendite

1) Vgl. Die regelnde Funktion des Zentralen Kapitalmarktausschusses; § 795 BGB: Genehmigung durch das Bundeswirtschaftsministerium; Börsengesetz: vgl. Meyer-Bremer: Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen, 4. Auflage, Berlin 1957. - Dazu ferner: Gericke, Horst: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961, S. 117; Hintner, Otto, a.a.O., S. 24 - 29 und S. 95 - 104; Obst-Hintner, a.a.O., S. 486 und S. 559 - 564.

der Wertpapieranlage nur dann unterschritten wird, wenn die Wertpapiere vor Fälligkeit zu den gesunkenen Kursen veräußert werden.

Im Rückzahlungskurs besitzen festverzinsliche Wertpapiere einen 'Fixpunkt', an dem die Kurse - mögen sie während der Laufzeit noch so sehr geschwankt haben - zur Ruhe kommen. Ein solcher Fixpunkt fehlt den Dividendenwerten und den meisten übrigen Anlageformen. Ihr Kurs/Preis hängt allein von Angebot und Nachfrage ab, und Angebot und Nachfrage werden ihrerseits von so vielen Einflußgrößen bestimmt, daß nur kühne Propheten 'mit Sicherheit' Prognosen zu stellen wagen.

Auf einen ganz einfachen Nenner gebracht, erweist sich langfristig die Kursentwicklung eines festverzinslichen Wertpapiers durch den feststehenden Rückzahlungskurs innerhalb gewisser Grenzen bestimmbar, die von Dividendenwerten und anderen Anlagen jedoch nicht.

Auch ohne hier auf die Kursbestimmungsfaktoren für Aktien ¹⁾ näher einzugehen, wird klar, daß ohne einen 'Stabilisator', wie ihn festverzinsliche Wertpapiere im Rückzahlungskurs besitzen, der auf Grund von Angebot und Nachfrage gebildete Kurs der Aktie wesentlich heftigeren Schwankungen ausgesetzt ist. Für eine Anlage, die möglichst immer ohne Verlust

1) Vgl. Meithner, Karl: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930. - Prion, W.: Die Preisbildung an der Wertpapierbörse, Leipzig 1910. - Schlag, Werner: Aktien als Vermögensanlage, Frankfurt/Main 1959, S. 15 ff.

liquidierbar sein soll, "ist das Bild, das sich bei den Aktien zeigt, bedenklich. Es fragt sich allerdings, ob die Aktie, auf die Dauer betrachtet, nicht doch die relativ sicherste Anlage ist, da sie zumindest von Zeit zu Zeit ihren angemessenen Wert im Kurs erreicht". ¹⁾ (Wobei zu diesem Zitat zu bemerken wäre, daß die Schwierigkeit eben darin liegt, den 'angemessenen Wert' einer Aktie zu bestimmen.)

Es ist naheliegend, daß die verhältnismäßig hohe Kursstabilität festverzinslicher Wertpapiere auch entsprechend geringere Kursgewinnchancen eröffnet. Es wäre nun aber verfehlt, in einem Umkehrschluß Wertpapiere mit stark schwankenden Kursen für um so chancenreicher zu halten, denn eine exakte Beziehung zwischen den Begriffspaaren Sicherheit - Unsicherheit und Risiko - Chance besteht nicht. ²⁾

Wesentlich für die Beurteilung der Sicherheit einer Anlage ist es, die Weite und die Intensität von Risiko und Chance zu kennen. Dabei drückt die Weite das mögliche Ausmaß von Wertsteigerung oder Wertminderung aus. Die Intensität gibt den Wahrscheinlichkeitsgrad für den Eintritt von Gewinn oder Verlust an. ³⁾

- 1) Schlag, Werner, a.a.O., S. 157. - Vgl. Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank: Verborgene Schätze, Broschüre, 1961/1962, S. 9.
- 2) Börsen-Bonmot zu Risiko und Chance: "Es gibt kein Wertpapier ohne Risiko, aber es gibt Wertpapiere ohne Chance".
- 3) Vgl. Lehmann, M.R.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 3. Auflage, Wiesbaden 1956, S. 151 - 158.

2. Die Bestimmung des Sicherheitsgrades

Eine Einordnung der einzelnen Anlageformen in, je nach dem Grade ihrer Sicherheit, verschiedene "Sicherheitsklassen", wäre ein undurchführbares Unterfangen, denn die Sicherheit einer Anlage läßt sich wie die Liquidität und die Rentabilität strenggenommen nur ex post bestimmen, also nach der endgültigen Abrechnung eines einzelnen Anlagevorganges. ¹⁾

Doch können - wie es im folgenden für die wichtigsten Anlageformen, die Rentenwerte und Aktien, geschieht - diejenigen Merkmale aufgezeigt werden, die zur Sicherheit einer Anlage beitragen. Aus ihrem Vorhandensein kann dann auf den relativen Sicherheitsgrad (im Vergleich zu anderen Anlageformen) geschlossen werden.

a) Bei festverzinslichen Wertpapieren

Sicherheit durch gesetzliche Bestimmungen

Die wichtigsten dieser gesetzlichen Bestimmungen sind die Genehmigungspflicht für Schuldverschreibungen gemäß § 795 und § 808 a BGB, wobei das Bundeswirtschaftsministerium die Genehmigungsstelle ist; ferner die Bestimmungen des Hypothekenbankgesetzes, etwa §§ 3; 4; 6; 10; 29, um nur einige zu nennen; des weiteren das Gesetz über Schiffspfand-

1) Da die Sicherheit eine Funktion der Risiken ist, kann sie ex ante theoretisch nur bei Kenntnis der Weite und der Intensität der Risiken bestimmt werden - praktisch also nie als konkrete Größe.

briefbanken, das Gesetz über die Pfandbriefe und verwandten Schuldverschreibungen öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten sowie das Börsengesetz, insbesondere die §§ 2; 36, 38 II. ¹⁾

Sicherheit durch Besonderheiten der Emissionsbedingungen

Hierunter sind beispielsweise die heute seltenen Wertsicherungsklauseln, etwa die früher häufigen Dollar- oder Goldklauseln, zu erwähnen. Durch zusätzliche Haftungsträger neben dem Emittenten gewinnen die Wertpapiere ebenfalls an Sicherheit. ²⁾

Sicherheit durch die "Bonität" des Emittenten

Der Begriff Bonität soll dabei nicht nur als die Fähigkeit zur vereinbarten Verzinsung und Rückzahlung verstanden sein, sondern auch die Bereitschaft beinhalten, im Bedarfsfall Kurspflege für die emittierten Wertpapiere durchzuführen bzw. durchführen zu lassen.

In der Praxis ist gerade die "Bonität" oft ausschlaggebend für die Höhe des Emissionskurses und die erfolgreiche Placierung. So konnte beispielsweise die Kreditanstalt für Wiederaufbau dank guter Kurspflege ihrer Emissionen bei der Ausgabe neuer Schuldverschreibungen jeweils einen etwas höheren Emissions-

1) Vgl. Hintner, Otto, a.a.O., S. 24 - 29, S. 95 - 104; Hagenmüller, Karl: Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959, S. 91.

2) Vgl. Stucken, Rudolf: Die wertbeständigen Anleihen, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, 166.Bd., 3. Teil, München und Leipzig 1924, S. 8 und 15.

kurs wählen als den gerade am Kapitalmarkt üblichen. Mit dem geringeren Disagio finden sich die Käufer ab, da ihnen in der grösseren Sicherheit vor Kursrückschlägen ein Äquivalent geboten wird.

b) Bei Dividendenwerten

Sicherung durch gesetzliche Bestimmungen

Durch das Aktiengesetz werden die Rechte der Aktionäre geschützt. Schutz vor betrügerischen Börsenmanipulationen bietet das Börsengesetz.

Ausserhalb dieser allgemeinen gesetzlichen Bestimmungen ist die Sicherheit einer Aktie hauptsächlich abhängig von der wirtschaftlichen Lage der Aktiengesellschaft, von der sogenannten "Aktionärspolitik" von Aufsichtsrat und Vorstand der Aktiengesellschaft sowie von der Angebots- und Nachfragestruktur beim Handel dieser Aktie (z.B. Käufe oder Verkäufe eines Großaktionärs).

Den zuletzt angeführten Bestimmungsfaktoren der Sicherheit einer Aktie mangelt es oft an Beständigkeit über längere Zeiträume hinweg. Gerade in der stets gegebenen Gefahr unvorhersehbarer Veränderungen liegt das Risiko der Aktienanlage. Es ist jedoch vergleichsweise geringer bei Aktien von Gesellschaften, die, weitgehend konjunktur-unabhängig, finanziell gut fundiert und von Konkurrenzunternehmungen nicht allzu stark bedrängt sind, besonders dann, wenn die Aktien der betreffenden Gesellschaften breitgestreut untergebracht sind. (Dies gilt beispielsweise für Versorgungswerte, Kaufhauswerte sowie für Aktien von

Konzernen mit einem breiten Produktionsprogramm sowohl im Konsum- wie im Investitionsgüterbereich).

Es bleibt noch zu erwähnen, daß sich die Lösung der Beziehung zwischen dem ausgeschütteten Gewinn und dem erzielten Gesamtgewinn bei den deutschen Aktiengesellschaften immer mehr eingebürgert hat. Diese sogenannte "Verrentung" der Aktie durch nur geringe Veränderungen des Dividendsatzes selbst bei starken Veränderungen des Gesamtgewinnes erhöht in gewissem Masse die Sicherheit der Aktien vor heftigen Kursschwankungen, da sich die breite Masse der kleineren Aktionäre doch noch immer stark von der sogenannten "Dividendenoptik" leiten läßt.

Der Anlageberater muß durch seinen Rat dazu beitragen, daß der Kunde Liquidität, Rentabilität und Sicherheit seiner Anlage so wählt, wie es seinen individuellen Anlagewünschen entspricht. Freilich ist dies eine Idealforderung, deren Verwirklichung sich, wie die folgenden Ausführungen zeigen werden, zahllose Probleme entgegenstellen.

Zunächst soll im nächsten Kapitel ein Überblick über die Möglichkeiten der Übermittlung der Anlageberatung gegeben werden.

II. Die Übermittlung der Anlageberatung

Die persönliche Anlageberatung am Effektschalter oder die telephonische Beratung durch leitende Angestellte der Effektenabteilungen stellt den Regelfall der Anlageberatung dar.¹⁾ Man könnte sie als

1) Vgl. Wendt, Kurt: Wer informiert über den deutschen Wertpapiermarkt?, München 1957, S. 56.

Anlageberatung im engeren Sinne bezeichnen.

Daneben verfügen die Banken jedoch über weitere Möglichkeiten, auf dem Gebiet der Kapitalanlage beratend tätig zu werden.

An erster Stelle sind hier periodisch herausgegebene Publikationen, die sich mit dem Kapitalmarkt und dem Börsengeschehen befassen, zu nennen. Die meisten Banken versenden an ihre Kunden solche kommentierende Schriften, deren Inhalt manchmal auch in der Wirtschaftspresse Resonanz findet.

Obwohl in diesen Veröffentlichungen der Banken nur selten ein konkretes Urteil oder eine klare Empfehlung zu entdecken ist, können mit diesen Schriften durch die Wahl der Formulierungen und durch die Zusammensetzung der Berichte (z.B. überwiegend positive Meldungen - Optimismus beim Leser) bestimmte Reaktionen beim Leserkreis gefördert werden.

Manche Veröffentlichungen (Kurslisten, Aufstellungen über die Eigentumsverhältnisse bei Aktiengesellschaften, statistisches Material über Effekten etc.) dienen dazu, das Interesse des Kunden am Kapitalmarkt wachzuhalten und die Bank beim Kunden in Erinnerung zu bringen.

Konkrete schriftliche Empfehlungen erteilen die Banken häufig bei Bezugsaufforderungen anlässlich von Kapitalerhöhungen. Grundsätzlich kann jedes Angebot zur Zeichnung bei Neuemissionen auch ohne ausdrückliche Hinweise seitens der Bank als Empfehlung zur Zeichnung interpretiert werden, da der Kunde nicht annimmt, daß die Bank Anlagen anbietet, die sie nicht für vorteilhaft hält.

Im weiteren Sinne können alle Äußerungen von leitenden Persönlichkeiten der Banken in der Öffentlichkeit zu Fragen, die Kapitalanlagen betreffen, als Form der Beratung gewertet werden. Diese Äußerungen können in Hauptversammlungen, bei Tagungen, in Diskussionen, Pressekonferenzen und ähnlichen Veranstaltungen gemacht werden. Durch die Autorität und das Vertrauen, welche leitende Bankiers in der Öffentlichkeit genießen, sind solche durch Presse, Rundfunk oder Fernsehen verbreitete Stellungnahmen sogar als besonders nachhaltig wirkende Formen der allgemeinen Anlageberatung anzusprechen.

Das nächste Kapitel läßt erkennen, daß Personen aus den unterschiedlichsten Beweggründen eine Anlage vorzunehmen wünschen. Je nach Temperament, Charakter, der wirtschaftlichen Situation des Anlegers, seiner Erfahrung mit Anlagen usw. werden sich Unterschiede bei den mit der Anlage verfolgten Zielen ergeben. Mit jeder Gruppierung der Anleger nach den ihren Anlageentscheidungen zugrunde liegenden Motiven muß daher zwangsweise eine Vergröberung des Bildes in Kauf genommen werden.

III. Typen der Kapitalanleger

Auch mit Hilfe der Psychologie (Motivforschung)¹⁾ wäre es kaum möglich, alle denkbaren Motive, die einen Anleger beim Anlagevorgang leiten, präzise zu erfassen und zu gewichten. Die Anlagemotive müßten mit Hilfe teurer und verhältnismäßig komplizierter Verfahren (Tiefeninterviews) ermittelt werden; zudem wechseln beim einzelnen Anleger die Motivkonstellationen oft kurzfristig.

Für die Bedürfnisse der Praxis und für diese Untersuchung genügt es jedoch, aus drei wesentlichen Motivgruppen die entsprechenden Anleger-typen abzuleiten.

Es sind dies:

- A. Spieler
- B. Spekulanten
- C. Daueranleger

1) Vgl. Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 2. Band: Der Absatz, 5. Auflage, Berlin, Göttingen, Heidelberg 1962, S. 82 ff.
Henry, Harry: Motivation Research, London 1958.
Newman, Joseph W.: Motivation Research and Marketing Management, Boston 1957, S. 48 ff.
Schmölders, Günther: Ökonomische Verhaltensforschung, Vortrag, Köln, Opladen 1957, S. 39 ff.
Wiswede, Günter: Motivforschung - Eine Analyse ihrer Erkenntnisgrenzen, München 1962, S. 27 ff.
Dichter, Ernest: Was ist Motivforschung und Tiefenpropaganda?, Vortrag in: Motivforschung und Tiefenpropaganda, Rüschlikon (Zürich) 1959, S. 69 ff.

Während es allgemein üblich ist, zwischen Spekulation und Daueranlage zu unterscheiden, hat der Spieltrieb des Menschen als Motiv seiner Anlageentscheidungen¹⁾ nur selten in die Literatur Eingang gefunden.²⁾

Im deutschen Sprachraum wird im allgemeinen nicht zwischen Spiel und Spekulation als Anlagemotiv getrennt. Dementsprechend ist Spekulation als Anlagemotiv weitgehend verpönt.³⁾

Es scheint jedoch zweckmässig, Anlageentscheidungen, denen kein rationales Kalkül des Anlegers vorausgeht, die also auf unbegründeten Vermutungen, Erwartungen oder auf reiner Willkür beruhen, von den rational oder zumindest nach einem System gefassten Anlageentscheidungen zu trennen.⁴⁾

-
- 1) Es ist strittig, inwieweit es richtig ist, von "Anlage" (Anlageentscheidung, Anlageberatung) zu sprechen, wenn Spiel- oder Spekulationswünsche die Vermögenstransaktionen bestimmen. Dem Sprachgebrauch und der unter I A gegebenen Definition folgend, wird in dieser Arbeit generell - also unabhängig von Motiv und Bindungsdauer des angelegten Kapitals - von Anlage gesprochen.
 - 2) Vgl. Bellemore, Douglas H.: Investments, New York 1963, S.4. - Weber, Adolf: Geld und Kredit, Banken und Börsen, 6. Auflage, Heidelberg 1959, S.289 ff.
 - 3) Die gefühlsmässige Ablehnung und Verurteilung der Spekulation durch weite Bevölkerungskreise ist vermutlich eine Spätfolge der intensiven nationalsozialistischen Propaganda gegen "Spekulanten und Schieber". - Zur moralischen Beurteilung der Spekulation vgl. Nell-Breuning, Oswald von: Grundzüge der Börsenmoral, Freiburg 1928, S.129 ff.
 - 4) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.5 und S.480.

A. Spieler

Eine gar nicht kleine Personengruppe sucht bei ihren Anlageentscheidungen den weit überdurchschnittlichen Gewinn und ist bereit, für die erhofften Gewinnchancen die meist ebenfalls überdurchschnittlichen Risiken einzugehen. Sie versucht nach dem Motto der Glücksspieler "alles oder nichts" ihr Glück auf dem Effektenmarkt oder bei anderen Anlagemöglichkeiten. Der Nervenkitzel, der mit solchen risiko- und chancenreichen Geschäften = Spielen verbunden ist, scheint die Gruppe in vielen Fällen für die in aller Regel über kurz oder lang eintretenden Verluste zu entschädigen. Für Personen, die eine Neigung zum Glücksspiel mit hohen Einsätzen haben ¹⁾, aber aus moralischen Skrupeln oder aus mangelnder Gelegenheit die üblichen Glücksspiele nicht praktizieren, bietet somit insbesondere der Effektenmarkt - vor allem, wenn er Termingeschäfte gestattet - einen von der Gesellschaft akzeptierten Ersatz.

B. Spekulanten

Unbestritten ist die enge Verwandtschaft zwischen der Gruppe der "Spieler" (gambler) und der Gruppe der Spekulanten. Entscheidendes Trennungskriterium ist das Bemühen des Spekulanten, seine Anlageentscheidungen rational zu untermauern. "Without some analysis, the so-called speculation is merely a gamble". ²⁾

1) Aus Geltungsbedürfnis; aus Geldgier; zur Zerstreuung u.ä.

2) Bellemore, D.H., a.a.O., S. 480.

Auch er strebt wie der Spieler danach, möglichst rasch hohe Gewinne zu erzielen. Im Gegensatz zum Spieler verläßt er sich jedoch nicht auf sein Glück und die Gunst der Stunde. Er versucht mit unterschiedlichsten Methoden künftige Entwicklungen vorherzubestimmen. Zum Beispiel glaubt er an Gesetzmäßigkeiten im Börsengeschehen ("chartists"; vgl. S. 64) oder daran, durch Auswertung aller Nachrichtenquellen künftige Entwicklungen vorhersehbar machen zu können ("fundamentalists"; vgl. S. 64); er hofft auf zutreffende Empfehlungen von Informationsdiensten; er vertraut auf seine jahre- oder jahrzehntelange Erfahrung, nach der er gegenwärtige Situationen beurteilt.

Mit welchen Mitteln der Spekulant auch immer versuchen mag, das jeder Anlage innewohnende Risiko zu verringern - er bleibt ihm ausgeliefert!

Einheitliches Merkmal für Spekulanten und "Spieler" ist ihr geringes Interesse an der Höhe der laufenden Erträge (Zins, Dividende, Miete usw.) einer Anlage; ausschlaggebend sind die erwarteten Wertsteigerungen. ¹⁾

C. Daueranleger

Die Tatsache, daß überdurchschnittlichen Gewinnchancen normalerweise überdurchschnittliche Risiken gegenüberstehen, veranlaßt naheliegender-

1) Vgl. Meithner, Karl: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930, S. 109. Meithner stellt "Rentenertrag" (Zins, Dividende) und Spekulationsertrag (Kursgewinn) einander gegenüber und sieht in dieser doppelten Ertragsfähigkeit ein Äquivalent für das größere Risiko bei Aktien.

weise Personen, die von den "klassischen" Anlagezielen die Sicherheit an die erste Stelle gesetzt haben, die bei der Spekulation bestehenden Risiken und Chancen zu meiden.¹⁾ Sie erstreben nicht überdurchschnittliche Rentabilität ihrer Anlage, sondern die Erhaltung der Kaufkraft ihres Vermögens und eine angemessene, das heisst marktkonforme Verzinsung ihrer Anlage.²⁾ "Der Anleger ... spekuliert auf keine raschen Kurssteigerungen, ... sondern erwartet angemessene Rentabilität, Sicherheit und Wachstumschancen."³⁾ Objekte seiner Anlageentscheidungen sind vorzugsweise Rentenwerte, Immobilien, sogenannte Standardaktien⁴⁾ (blue chips) und konservative Investmentfonds.

IV. Aufgaben und Bedeutung der Anlageberatung

Während die Funktion der Anlageberatung in Hinblick auf den zu beratenden Kunden eindeutig bestimmbar ist; ergeben sich erhebliche Schwierigkeiten, die Zweckbestimmung der Anlageberatung für die Bankenseite zu erfassen.

A. Die Aufgabe der Anlageberatung aus der Sicht des Kunden

Der Kunde erwartet vom Anlageberater der Bank eine ihm überlegene Urteilsfähigkeit auf allen

1) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.3.

2) Vgl. Schlag, Werner: Aktien als Vermögensanlage, Frankfurt 1959, S.12.

3) Obst-Hintner, a.a.O., S.712.

4) Vgl. S.78.

für die Anlageentscheidungen relevanten Gebieten. Insbesondere erhofft er vom Anlageberater eine zutreffende Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Lage, der Lage einzelner Wirtschaftszweige und spezieller Wertpapiere. Er setzt beim Anlageberater Fachwissen und Zugang zu wertvollen Informationsquellen voraus. Er wird sich auch dann eines Anlageberaters bedienen, wenn er sich selbst ein gleich großes Maß an Einsicht und Urteilsfähigkeit in wirtschaftlichen Fragen zutraut. Der Kunde hat hierbei entweder den Wunsch, die von ihm geplante Anlageentscheidung im Gespräch mit einem Fachmann zu überprüfen, oder er verzichtet aus Zeitmangel auf die Gewinnung der für jede Anlageentscheidung erforderlichen Informationen und erwartet diese vom Anlageberater seiner Bank.

Erst die Anlageberatung ermöglicht somit manchem Kunden eine sinnvolle Anlage. Für andere Kunden trägt sie dazu bei, Anlageentscheidungen zu verbessern. Darüber hinaus spart sie den Kunden Zeit und Ausgaben für Informationsmaterial aller Art.

B. Die Aufgabe der Anlageberatung aus der Sicht der Bank

Da in Deutschland Anlagen fast nur durch Einschaltung von Kreditinstituten vorgenommen werden - der Direktvertrieb vor allem ausländischer Investmentfonds gewinnt jedoch rasch an Boden -, werden Kreditinstitute bisher nicht allzusehr

durch den Wettbewerb gezwungen, die Anlageberatung auf einem bestimmten Niveau zu halten. Es gibt noch immer Banken, bei denen die Anlageberatung als störende Begleiterscheinung des Effektengeschäftes betrachtet wird. Solche Banken vertreten die Ansicht, daß die Anlageberatung hochqualifizierte Mitarbeiter unnütz vom laufenden Geschäftsbetrieb fernhalte. Sie werde zudem von der Kundschaft als selbstverständlich hingenommen und daher als Bankleistung nicht besonders gewürdigt. Sie führe ferner immer dann zu offenen oder unterschweligen Verstimmungen mit der Kundschaft, wenn deren Erwartungen nicht eingetreten sind ¹⁾.

Einige Banken - in der Regel Privatbankiers mit stark entwickeltem Effektengeschäft - haben dagegen eine extrem positive Einstellung zur Anlageberatung. Sie sehen in der Anlageberatung ein ideales Instrument, die Leistungsfähigkeit ihrer Institute u.U. auch außerhalb des bisherigen Kundenkreises erkennbar werden zu lassen. Sie schreiben der Anlageberatung eine besonders hohe werbende Wirkung ²⁾ zu. Diese Werbewirkung wird durch Weiterempfehlung zufriedener Kunden erreicht. (Eine Werbung mit der kostenlosen Be-

- 1) Vgl. Wagner-Junge: Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 14.Auflage, Bad Homburg, Berlin, Zürich 1958, S. 240. - Wendt, Kurt, a.a.O., S. 57.
- 2) Vgl. Aust, Eberhard: Der Wettbewerb in der Bankwirtschaft, Frankfurt 1963, S. 89 ff., und Weinstein, Bernd P.: Bankverbindung richtig nutzen, München 1957, S. 212.

ratung bei Anlagen ist ausserhalb der Geschäftsräume nicht gestattet). ¹⁾ Nach Meinung dieser Institute hat der Kunde bei gut durchgeführter Beratung auch dafür Verständnis, daß die Anlageberater der Bank nicht unfehlbar sind.

Die Auffassung der Banken über die Funktion der Anlageberatung im Rahmen des Effektengeschäftes schwankt somit zwischen der Qualifizierung als unbequeme, aber notwendige Nebenleistung und der Einstufung als zentrale Leistung der Effektenabteilung mit besonders hoher Werbewirkung bei der betroffenen Kundschaft, in Sonderfällen sogar als mit einer positiven Aussenwirkung für das gesamte Institut verbunden. ²⁾

Unberührt von der unterschiedlichen Bedeutung, die der Anlageberatung in den einzelnen Banken zukommt, bleibt ihre Stellung im Rahmen der unternehmerischen Zielsetzung einer Bank. Wie alle anderen Betätigungsformen der Kreditbanken muß sich auch die Anlageberatung am obersten Handlungsprinzip dieser Bankengruppe, dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip, orientieren. Dabei erfordert die Sonderstellung, die das Kreditgewerbe einnimmt, Modifizierungen, die das erwerbswirtschaftliche Prinzip wesentlich abge-

- 1) Vgl. Eiles, Hans: Wettbewerb der Kreditinstitute, Neuwied 1960, S.39.
- 2) Als Beispiel hierfür könnte das Bankhaus I.D. Herstatt, Köln, dienen, dessen Meinung zu Börsenfragen weite Beachtung findet.

schwächt erscheinen lassen. Das Prinzip der Gewinnmaximierung bestimmt nicht die Anlageberatung der Banken. Wie Sandig ¹⁾ ausführt, ist das Maximieren von Gewinnen "nur da möglich, wo einmalige Geschäfte getätigt werden. Der Hausierer, der ein Geschäft tätigt und dann für immer verschwindet, kann es sich leisten, den höchsten Geldgewinn zum obersten Leitsatz zu machen."

Man kann daher bei Kreditbanken mit größerer Berechtigung von einem Prinzip der Gewinnoptimierung sprechen als von einem Prinzip der Gewinnmaximierung, ²⁾ sofern dieses Prinzip nicht durch den Zusatz "auf lange Sicht" gemildert ist. Ziel der Anlageberatung ist es letztlich, diesem obersten, die Gesamttätigkeit der Bank bestimmenden Prinzip zu dienen. Das bedeutet praktisch, daß die Bank versuchen wird, die Anlageberatung so zu gestalten, daß bei einem möglichst geringen Aufwand seitens der Bank kein Kunde Grund zu Unzufriedenheit und zu einem Wechsel des Kreditinstitutes findet. Die beratenen Kunden sollen im Gegenteil die Dienste der Bank weiterempfehlen und dadurch zu einer

- 1) Sandig, Curt: Die Führung des Betriebes, Stuttgart 1953, S.70.
- 2) Einige Autoren (Katona, Dean, Doyle) bezeichnen das Streben nach vernünftigem (fair, reasonable) Gewinn als Richtschnur wirtschaftlichen Verhaltens.- Vgl. Röthlingshöfer, Karl: Die mikroökonomische Planung, Diss. München 1960, S.50/51.

Geschäftsausdehnung beitragen. Primäres Ziel der Anlageberatung kann es nach diesen Ausführungen somit nicht sein, den Gewinn der Bank aus dem Effektengeschäft zu "maximieren". ¹⁾
- Wegen der Ausführungen über die Methoden der Zielerfüllung im übernächsten Kapitel (S. 50 ff) bleibt die Zielabgrenzung hier bewußt sehr weitgefaßt.

V. Voraussetzungen für die Durchführung der Anlageberatung

Die hier naheliegende Unterscheidung in sachliche und personelle Voraussetzungen zeigt rasch, daß jene gegenüber den personellen Voraussetzungen fast gänzlich in den Hintergrund treten.

A. Die sachlichen Voraussetzungen für die Anlageberatung

Als wichtigste sachliche Voraussetzungen sind geeignete Räumlichkeiten bzw. Schalter anzusehen, die wegen der wünschenswerten Vertraulichkeit des Beratungsgespräches möglichst weit entfernt von den dem laufenden Geschäftsverkehr dienenden Schaltern eingerichtet werden sollten. Darüber

1) Der Sprecher der Deutschen Bank erklärte in der Hauptversammlung seines Institutes am 2.5.1966, "die gesamte Tätigkeit der Deutschen Bank im Effektengeschäft - Verwahrung, Verwaltung, An- und Verkauf sowie Emissionen - habe nur einen minimalen Ertrag geliefert, der Unkostenkoeffizient in dieser Sparte habe über 97 % betragen." Bericht der Deutschen Bank über die Hauptversammlung der Deutschen Bank am 2.5.1966, S.3.

hinaus muß den Anlageberatern das erforderliche Informationsmaterial zur Verfügung stehen: Tageszeitungen, Spezialzeitschriften, Informationsdienste, Archivmaterial.

B. Die personellen Voraussetzungen für die Anlageberatung

Weniger leicht sind die personellen Voraussetzungen für die erfolgreiche Durchführung der Anlageberatung zu erfüllen. Die Anlageberater müssen erstens Kenntnis über alle für die jeweilige Beratung wissenswerten Tatsachen haben und zweitens in besonders hohem Maße die persönlichen Eigenschaften besitzen, die für jeden direkten Kontakt mit der Kundschaft wünschenswert sind: Angenehmes Auftreten, sprachliche und geistige Gewandtheit, Geduld, Bescheidenheit und gutes Gedächtnis.

Die hier erwähnten Kenntnisse müssen sich u.a. auf folgende Bereiche erstrecken:

1. die Kundenwünsche und Kundenbedürfnisse
2. die Vermögensverhältnisse der Kunden
3. die Anlageformen
4. die Wertpapieranalyse

zu 1. Kenntnis der Kundenwünsche und -bedürfnisse

In den Fällen, in denen der Kunde seine Anlagewünsche präzise äußert, kann der Anlageberater seine Anstrengungen auf die Erfüllung dieser Wünsche konzentrieren. In den meisten Fällen wird der Anlageberater aber erst die mit der Anlage verbundenen Zielvorstellungen des Kunden ermitteln

müssen. Er wird sie entsprechend den nach seinem Urteil tatsächlich bestehenden Bedürfnissen zu korrigieren versuchen, sofern er Abweichungen zwischen dem Kundenwunsch und den Bedürfnissen des Kunden feststellt.

zu 2. Kenntnis der wirtschaftlichen Situation des Kunden

Ein Urteil über die Anlagebedürfnisse eines Kunden ist ohne Kenntnis der Vermögensverhältnisse des Kunden nicht möglich.¹⁾

Der nachstehend von Bellemore²⁾ empfohlene Katalog enthält die wichtigsten Daten, mit denen die wirtschaftliche Situation des potentiellen Anlegers skizziert werden kann. Er enthält folgende Punkte:

- a) Eine Gegenüberstellung des Vermögens und der Verbindlichkeiten des Anlegers in Bilanzform.
- b) Höhe des Einkommens, das Ausmass der Einkommensschwankungen, die erwartete Entwicklung des Einkommens und der Betrag der Nebeneinkünfte, etwa aus bereits bestehenden Anlagen.
- c) Alter des Anlegers.
- d) Zahl der zu versorgenden Angehörigen.
- e) Art und Höhe von anderen Versicherungen als Lebensversicherungen; insbesondere Kranken-, Unfall-, Invaliditäts-Versicherung.

1) Vgl. Abs. Hermann J.: Wertpapier- und Vermögensanlage, Rede, gehalten auf dem 3. Deutschen Wertpapiertag in Frankfurt, abgedruckt als Beilage zu Das Wertpapier, 11/1964, S.3.

2) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.855.

- f) Gegenwärtiger Betrag der Barreserve und der Bedarf an Barreserve.
- g) Betrag und Konditionen von Hypotheken und anderen Verbindlichkeiten.
- h) Höhe des gewünschten Einkommens aus der Anlage.
- i) Ausmaß des Risikos, das der Anleger vernünftigerweise eingehen kann und das er zu tragen bereit ist.
- j) Die Anlageziele des Kunden und seine Anlagepolitik.
- k) Seine steuerliche Situation.

Einige dieser Daten werden dem Anlageberater ohne Befragung des Kunden bekannt sein, da die Bank aus der normalen Geschäftsbeziehung (Kontoführung) gewisse Einblicke gewinnen kann. Es ist jedoch sehr zweifelhaft, ob deutsche Kunden bereit sind, den Anlageberatern so weitgehende Einblicke in ihre wirtschaftlichen Verhältnisse zu geben. Deshalb wird es sich in den meisten Fällen für den Anlageberater empfehlen, den Kunden nur sehr behutsam zu ermuntern, im Interesse einer optimalen Anlageberatung seine wirtschaftliche Situation darzulegen. Direkte Fragen, wie sie Bellemores-Katalog nahelegt, würde die Kundschaft als aufdringlich oder neugierig empfinden. Das für die Anlageberatung unbedingt erforderliche Vertrauensverhältnis zwischen Bank und Kunde würde dadurch getrübt werden.

zu 3. Kenntnis der Anlageformen

Um den Katalog der Anlageformen nicht zu umfangreich werden zu lassen, sind nachstehend nur solche An-

lageformen erwähnt, die für Kreditbanken praktische Bedeutung haben:

- a) Spar-, Termin- und Festgeldkonten;¹⁾ Darlehen an Dritte durch Vermittlung der Banken.
- b) Festverzinsliche Wertpapiere²⁾: Anleihen des Bundes und der Länder, Pfandbriefe, Kommunalobligationen, Industrieobligationen, Wandelschuldverschreibungen, Optionsanleihen, Kassenobligationen.
- c) Dividendenwerte: Aktien und Kuxe.
- d) Investmentzertifikate und ähnliche Anteilscheine: Zertifikate in- und ausländischer Investmentfonds mit zahlreichen Varianten in den Anlagezielen; Immobilienfonds (z.Z. 40 deutsche Fonds von acht Gesellschaften)³⁾, Whisky-Zertifikate⁴⁾ u.a.

Ferner: Sachwerte und Sammlerobjekte: Immobilien, Diamanten⁵⁾ und andere Edelsteine, Gold⁶⁾, Kunstgegenstände⁷⁾, Kontrakte in börsennotierten Rohstoffen, Briefmarken⁸⁾; Beteiligungen.

-
- 1) Vgl. Becker, Wolf-Dieter: Vermögensanlage auf dem Sparkonto, in: Zimmerer, Carl (Herausgeber): Handbuch der Vermögensanlage, Frankfurt 1964, S.9 ff.
 - 2) Eine umfangreiche Erfassung der festverzinslichen Wertpapiere im einzelnen findet sich bei Oppermann, Georg: Wertpapiere, Frankfurt und Köln 1956, S.24-132.
 - 3) Vgl. Bergmann, Hans: Chancen und Risiken der Immobilienfonds, in: Das Wertpapier, 11/1966, S.830 ff.
 - 4) Vgl. Guhr, Hans-Martin: Kapitalanlagen in schottischem Whisky, Frankfurt 1965.
 - 5) Das Bankhaus Stuber & Co., Stuttgart, verkauft Diamanten. Vgl. Securius: Diamanten im Sparstrumpf, in: Die Zeit, 4/1966.
 - 6) Vgl. Witten, Robert: Gold als Geldanlage, 2.Auflage, München 1964.
 - 7) Vgl. Arnau, Frank: Das Geschäft mit Kunstwerken, in: Der Volkswirt, 50/1966, S.2401 ff.
 - 8) Vgl. Wittmann, Heinrich: Briefmarken als Geldanlage und Spekulationsobjekt, 5.Auflage, München 1966. - Gädtgens, Harry: Die Briefmarke als "Wertpapier", in: ZfK, 13/1965, S.609. - Ohne Verfasser: Briefmarken als Kapitalanlage, in: Das Wertpapier, 5/1964, S.326 ff.

zu 4. Die Wertpapieranalyse

Der Anlageberater muss sich über die wertbestimmenden Grundeigenschaften eines Wertpapiers, Liquidität, Rentabilität und Sicherheit,¹⁾ ein Urteil bilden können. Durch die Wertpapieranalyse gewinnt er die für seine Beurteilung eines Wertpapiers oder einer Wertpapiergattung erforderlichen Anhaltspunkte, auf die sich seine Erwartungen über die künftige Entwicklung der Anlage stützen. Wertpapieranalyse bedeutet, alle brauchbaren Informationen über die Gesellschaften nach einheitlichen Gesichtspunkten aufzubereiten, die Gesellschaften miteinander zu vergleichen und schliesslich Schlussfolgerungen zu ziehen, insbesondere zu entscheiden, welche Aktien zu welchem Kursstand im Vergleich zu anderen Werten kaufwürdig oder verkaufenswert sind.²⁾

Die Kenntnis der Methoden und Möglichkeiten der Wertpapieranalyse sowie die Befähigung des Anlageberaters, die Wertpapieranalyse selbständig anzuwenden, sind wichtige Voraussetzungen für die Durchführung einer modernen Anlageberatung.³⁾

Die in Deutschland vorwiegend praktizierte Form der Wertpapieranalyse ist die *F i n a n z a n a l y s e*.⁴⁾ Sie basiert auf der Auswertung der in Bilanzen, Geschäftsberichten, Zwischenberichten und Pressemeldungen vorgelegten Zahlen einer Gesellschaft und sollte die letzten fünf bis zehn Jahre umfassen.⁵⁾

1) Vgl. S.13 ff.

2) Vgl. Hauck, Michael: Sorgfältige Effektenanalyse schafft Vertrauen, in: Der Volkswirt, Beiheft zu Nr.44/1964, S.34.

3) Vgl. Hauck, Michael: Die Rolle der Wertpapieranalyse in der Anlageberatung, in: Bank-Betrieb 9/1961, S.97 ff.

4) Vgl. Büschgen, H.E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966, S.44 ff.

5) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.710.

Wesentlich eingehendere Analysen verwenden die amerikanischen Anlageberater. Neben der Finanzanalyse werden eine technische Analyse (Engineer's Analysis), eine Analyse der Rechtsverhältnisse (Legal Analysis) und eine Analyse der Unternehmensleitung (Management Analysis) vorgenommen.¹⁾

Die t e c h n i s c h e A n a l y s e ermittelt den Zustand bzw. den Marktwert der Anlagen; die Güte und die Marktstellung der erzeugten Produkte sowie das technische Niveau und die Vorhaben (Investitionspläne) von Konkurrenzunternehmen.

Die a n a l y s e d e r R e c h t s v e r h ä l t n i s s e befasst sich mit Belastungen der Aktiva, den Eigentumsverhältnissen, langfristigen vertraglichen Bindungen, laufenden oder drohenden Prozessen u.ä.

Hohe Bedeutung wird in den USA der M a n a g e m e n t - A n a l y s e zugemessen.

Diese Analyse untersucht die Fähigkeiten der

1) Vgl. Graham B., Dodd D.L., Cottle, S.: Security Analysis, 4. Auflage, New York 1962. - Amling, F.: Investments, Englewood Cliffs, N.J., 1965, S.245 ff. - Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.203, 204; 463, 467; 677 ff. - Prisme, John H.: Security and Investment Analysis, in: Fundamentals of Investment Banking, Herausgeber: Investment Bankers Association of America, 5. Auflage, Englewood Cliffs, N.J., 1958, S.75 ff. - Baldus Th.: Die immateriellen Werte bei der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 40/1964, S.1381 ff. Bischoff W.O.: Aussagemöglichkeit und Problematik finanzwirtschaftlicher Kennzahlen zur Ermittlung der Ertragskraft, in: Neue Betriebswirtschaft, 6/1964, S.161 ff. - Bischoff W.O.: Die Problematik der externen Ertragsschätzung, in: Der Bankkaufmann, 1/1966, S.37 ff.

amtierenden Unternehmensleitung sowie die Zahl und die Qualifikation der mittleren und unteren Führungskräfte (Qualifikation der Nachwuchskräfte). Hierbei wird wiederum ein Vergleich mit konkurrierenden Unternehmen vorgenommen. (Inwieweit es deutsche Banken wagen, im Zuge einer Aktienbeurteilung und Anlageberatung gegenüber der Kundschaft auch das Management einer Aktiengesellschaft zu beurteilen, ist fraglich.)¹⁾

An dieser Stelle ist anzumerken, daß auch die sorgfältigste Wertpapieranalyse nur eine Voraussetzung für die Durchführung einer erfolgreichen Anlageberatung darstellt. Ein guter Wertpapieranalytiker ist folglich nicht immer auch ein guter Anlageberater. Das folgende Kapitel gibt Hinweise auf die erhöhten Anforderungen, denen ein Anlageberater genügen sollte.

VI. Die Durchführung der Anlageberatung

Die Anlageberatung ist so durchzuführen, daß durch sie die Beziehung zwischen Kunde und Bank zumindest ungestört bleibt; sie sollte werbende Wirkung haben und den Kundenkreis der Bank vergrößern helfen (vgl. S. 42 f.).

Bewußt wird hier vermieden, das Kriterium des Ertrages aus dem Effktengeschäft heranzuziehen. Würden die Banken versuchen, durch die Anlage-

1) Vgl. Die Zeit, 11/1967 vom 17.3.1967.

beratung in erster Linie die Kundschaft zu häufigeren und größeren Wertpapier-Transaktionen anzuregen, so würde das zwar kurz- oder mittelfristig mit großer Wahrscheinlichkeit zu erhöhten Gewinnen aus dem Effektengeschäft führen. Auf lange Sicht besteht jedoch die Gefahr, daß sich bei dieser Politik die Initiative bei Anlageentscheidungen immer mehr vom Kunden auf die beratende Bank verlagert. Konsequenterweise identifiziert der Kunde in einer solchen Situation dann auch viel nachdrücklicher die Bank mit nachteiligen Anlageentscheidungen. Es ist zu befürchten, daß der Kunde - manchmal auch ohne rationale Begründung - mit der Anlageberatung unzufrieden wird, das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der Bank verliert, daraus die Konsequenz zieht und das Kreditinstitut wechselt.

Darüber hinaus sind nachteilige Auswirkungen auf andere Geschäftssparten zu befürchten, wenn mit der Anlageberatung allzu stark eine Forcierung des Effektengeschäftes angestrebt wird. Im Vorgriff auf die Ausführungen an anderer Stelle (S.135) sei hier festgestellt, daß gerade beim Typ der Universalbank einem Kreditinstitut der Verzicht auf geschäftsanregende Initiativen im Effektengeschäft leichtfällt.

Ist man bereit anzuerkennen, daß die Anlageberatung so durchgeführt werden sollte, daß die Zufriedenheit der Kunden mit der Leistung der Bank erreicht wird, so muß der psychologischen Komponente in der Anlageberatung eine entscheidende Rolle zugestanden werden.

Nicht jeder Kunde wird allein schon dann zufrieden sein, wenn es der Bank gelingt, den (materiellen) Erfolg einer Anlage in Einklang mit dem vom Kunden gewünschten Anlageziel (vgl. S. 99ff) zu halten. Es ist sogar anzunehmen, dass nur der kleinere Teil der beratenen Kunden den Erfolg der Anlageberatung der Bank so rational am erzielten materiellen Ergebnis messen wird. Die meisten Kunden verzichten auf eine systematische Erfolgskontrolle der Anlageberatung.¹⁾ Sie bewerten die Qualität der Anlageberatung einer Bank eher subjektiv - sie "fühlen" sich enttäuscht oder zufrieden.

Auf den psychologischen Aspekt der Anlageberatung wird im zweiten Abschnitt dieses Kapitels näher eingegangen werden (S. 91 ff.). Der erste Abschnitt zeigt, wie eine allein am Anlageerfolg orientierte Anlageberatung durchzuführen wäre.

A. Am Anlageerfolg orientierte ("objektbezogene") Methode der Zielerfüllung

Die Bank hat bei dieser Art der Zielerfüllung von der Annahme auszugehen, dass die Zufriedenheit des Kunden mit der Leistung der Bank vom (materiellen) Erfolg der aufgrund der Anlageberatung vorgenommenen Anlage abhängig ist. Sie wird daher bei ihrer Anlageberatung bemüht sein, dem Kunden streng rational zur Wahl derjenigen Anlageobjekte zu raten, die dem vom Kunden bestimmten Anlageziel am besten entsprechen. Die Bank wird bei dieser Methode ein hohes Mass an Präzision bei ihrer Empfehlung nicht vermeiden können. Ehe die

1) Vgl. Fussnote auf S. 105.

Bank zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Anlageobjektes raten kann, muss sie unter der Vielzahl der Anlagemöglichkeiten einen Selektionsprozess durchführen.

1. Die Wahl der Anlageform

Es gehört für Anlageberater zu den schwierigsten Entscheidungen, eine bestimmte Anlageform zum Kauf oder Verkauf zu empfehlen. Diese Wahl der Anlageform muss immer dann getroffen werden, wenn der Kunde selbst unentschlossen ist oder zu dem verhältnismässig grossen Kreis der nicht sachkundigen Kunden gehört.

Die Wahl ist unter den auf S.47 angeführten Anlageformen zu treffen. Sie wird durch die Rangfolge bestimmt, die der Kunde den klassischen Anlagezielen Liquidität, Rentabilität und Sicherheit zukommen lässt. Ohne Kenntnis der artbestimmenden Eigenschaften der einzelnen Anlageformen wäre somit eine dem Kundenwunsch entsprechende Anlageempfehlung kaum möglich.

Wie diese Entscheidung für eine bestimmte Anlageform zustande kommt, wird unter VI.A.4., S.55, dargestellt.

2. Die Wahl des Anlagezeitpunktes

Die Wahl des richtigen Anlagezeitpunktes (in der angelsächsischen Terminologie "timing") wird Anlageberatern deutscher Banken oft abgenommen, da sie im Regelfall nur auf Initiative des Kunden tätig werden. Die Entscheidung zum Kauf oder Verkauf hat der Kunde bereits getroffen; er sucht den Rat der Bank hauptsächlich für die optimale Durchführung der Anlage.

Die Entscheidung für eine bestimmte Anlageform bedeutet in den meisten Fällen gleichzeitig die Entscheidung für einen bestimmten Anlagezeitpunkt. Hierbei ist besonders an den Wechsel der Anlageformen zu denken, etwa an die Umwandlung von Termingeldern in festverzinsliche Wertpapiere.

Da der auf Seite 47 angeführte Anlagekatalog auch Anlagen auf Konten enthält, erweist es sich, dass die Wahl des Anlagezeitpunktes in der Wahl der Anlageform beinhaltet ist. Damit rechtfertigt sich der oben gegebene Hinweis auf die bei der Wahl der Anlageform bestehenden besonderen Schwierigkeiten.

3. Die Wahl innerhalb einer Anlageform

Nach der Wahl der Anlageform erweist sich der nächste Schritt, die Wahl innerhalb der gewählten Anlageform, als ähnlich schwierig. Die Möglichkeit, auch auf ausländischen Kapitalmärkten Anlagen vorzunehmen, erweiterte die Zahl der potentiellen Anlagemöglichkeiten ins uferlose.¹⁾ Wichtigstes Instrument der Selektion unter diesen Anlageobjekten ist die Wertpapieranalyse (security analysis), deren Hauptprobleme in der Abschätzung der künftigen Gewinne von Aktiengesellschaften liegt.²⁾

Verhältnismässig einfach ist die Entscheidung, wenn ein Objekt der festverzinslichen Anlageform gewählt werden soll. Hier sind die Bonität des Schuldners, die Laufzeit, die Nominalverzinsung, das Disagio und der Rückzahlungskurs bestimmend für den Kurs und damit für die Effektivverzinsung.

1) Vgl. Brestel, Heinz: Die deutschen Wertpapiersparer schauen zu wenig ins Ausland, FAZ vom 28.12.1965.

2) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.2; S.104, 109. Vgl. S.48 ff.

Jeder erkennbare Vorteil ist dabei im allgemeinen durch gegenüber dem Durchschnitt entsprechend höhere Kurse kompensiert.

Wesentlich problemreicher ist die richtige Auswahl bei der Anlage in Dividendenwerten. Ihr Erfolg hängt in erster Linie von der zutreffenden Einschätzung der Zukunft ab. In welchem starken Maße damit ein subjektives Element den Rat eines Anlageberaters prägt, wird im folgenden Abschnitt deutlich.

In den USA wird versucht, mit Hilfe sogenannter "ratings" verschiedener Gesellschaften, wie z.B. der bekannten Fitch Publishing Co. Inc., Aktien nach Qualitätsklassen zusammenzufassen und dadurch die Anlageentscheidungen zu erleichtern. ¹⁾

4. Die Analyse der zur Anlageentscheidung führenden Urteilsbildung des Anlageberaters

Das theoretische und systematische Instrumentarium für die Analyse der Anlageempfehlungen des Beraters, wie es etwa die Theorie der Planung (einschließlich Verhaltensforschung und Theorie der Erwartung) zur Verfügung stellt ²⁾, wird in den folgenden Ausführungen nur soweit eingesetzt, wie eine praktische Anwendbarkeit gegeben erscheint.

Die Frage nach dem Zustandekommen der Empfehlungen ist auf die Analyse eines geistigen Prozesses

1) Vgl. Puhl, Johannes: Das Bankgeschäft in den USA, Frankfurt 1954, S.43.

2) Vgl. neben anderen: Georgescu-Roegen, Nicholas: The Nature of Expectation and Uncertainty, in: Bowman, Mary Jean (Herausgeber): Expectations, Uncertainty, and Business Behavior, New York 1958. - Katona, George: Business Expectations in the Framework of Psychological Economics (Toward a Theory of Expectations), in: Bowman, Mary Jean (Herausgeber): Expectations, Uncertainty, and Business Behavior, New York 1958, S.59 ff. - Koch, Helmuth: Betriebliche Planung, Grundlagen und Grundfragen der Unternehmungspolitik, Wiesbaden 1961. - Kosiol, Erich (Herausgeber): Organisation des Entscheidungsprozesses, Berlin 1959. -

gerichtet. Denn die Entscheidung über die bei der Anlageberatung einzuschlagende Politik und über die Durchführung der Anlageberatung im einzelnen wird ja nicht von "der Kreditbank", sondern von einer oder mehreren Personen - z.B. dem Leiter der Effektenabteilung, der Geschäftsleitung oder durch informelle Absprachen u.ä. - getroffen.

So kann in den Anlageempfehlungen (Anlageentscheidungen) das Ergebnis eines Auswahlprozesses unter allen nach Berücksichtigung der Kundenwünsche offenstehenden Anlageobjekten gesehen werden, bei dem in starkem Maße die Zukunft ¹⁾ - bzw. die Erwartungen der Anlageberater über die Zukunft - mitberücksichtigt werden. ²⁾

Krelle, Wilhelm: Theorie wirtschaftlicher Verhaltensweisen, Meisenheim, Wien 1953 - Meyer, John R., Kuh, Edwin: The Investment Decision, Cambridge, Massachusetts 1957. - Röthlingshöfer, Karl, a.a.O., Thomae, Hans (Herausgeber): Die Motivation menschlichen Handelns, Köln 1965. - Wittmann, Waldemar: Ungewissheit und Planung, in: Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung, 10. Jahrgang, 1958, S.499 ff. - Wittmann, Waldemar: Unternehmung und unvollkommene Information, Köln und Opladen 1959.

- 1) Da der Erfolg jeder Anlage von der richtigen Schätzung der k ü n f t i g e n Bewertung des Anlageobjektes abhängt, sei hier Schmalenbachs "Fundamentalsatz der Schätzungslehre" zitiert: "Es kommt bei dem Werte einer Unternehmung (ebensowenig wie bei anderen Sachen) an sich nicht darauf an, was dieser Gegenstand gekostet hat, was er geleistet hat, oder was sonst in der Vergangenheit von ihm bekannt ist, sondern lediglich zukünftige Umstände sind für den Wert des Gegenstandes bestimmend. Nur deshalb, weil wir nicht in die Zukunft sehen können und weil wir das für Zukunftsschätzungen nötige Material aus der Vergangenheit gewinnen müssen, hat das Vergangene für unsere Schätzungen Interesse". Schmalenbach, Erich: Finanzierungen, Leipzig 1921, S.2.
- 2) Krelle formuliert folgendes "Grundaxiom der wirtschaftlichen Verhaltensweisen": "Jedes Wirtschafts-

Die sicher feststellbaren Daten der Gegenwart und der Vergangenheit haben auf die Empfehlungen der Anlageberater und auf die Anlageentscheidungen der Kunden somit vor allem indirekte Bedeutung als wichtigste Bestimmungsgrößen für die Erwartungen.¹⁾

Da es sich zeigt, daß die Problematik der Anlageberatung deutlich von der Unsicherheit der Erwartungen herrührt, muß diese Arbeit den Problemkreis "Erwartung" näher beleuchten.

a) Begriff und Inhalt der Erwartung

Unter Erwartung ist allgemein diejenige zukünftige Entwicklung zu verstehen, mit deren Eintreten ein

-
- subjekt handelt in jedem Augenblick so, daß es auf Grund der gegebenen Ausgangssituation und der Zukunftserwartung die ihm am günstigen erscheinende Lage gewinnt." Krelle, W.: Theorie wirtschaftlicher Verhaltensweisen, Meisenheim, Wien 1953, S. 11.
- 1) "Es gibt ein sehr treffendes, vom National-Ökonomen immer wieder zu zitierendes Wort eines antiken Philosophen, Epiktet, des Zeitgenossen Marc Aurels, wonach das, was die Menschen erregt und aufwühlt ..., nicht die Tatsachen sind, sondern die Meinungen über die Tatsachen. Wenn schon überall sonst im politischen und wirtschaftlichen Leben dieses Wort Epiktets zutreffend ist, so darf die Börse seine Wahrheit im höchsten Maße für sich in Anspruch nehmen. Jeder Unterrichtete wird bestätigen, daß an der Börse eben nicht die Tatsachen, sei es der Sturz eines Kabinetts, sei es die Fusion zweier Unternehmungen, das Entscheidende sind, sondern daß die Meinungen über diese Tatsachen den Ausschlag geben, ja die Meinungen über diese Meinungen und so fort". Röpke, Wilhelm: Der Platz der Börse in der modernen Wirtschaft, Rede, gehalten am 6.11.1963 in München, in: Die Bayerische Börse in neuen Räumen, Broschüre, S.23.

Wirtschaftssubjekt rechnet, ¹⁾ Sie ist die Meinung einer Person über das, was sein wird. Ob sie nun wohlbegründet oder phantastisch ist, von allen übrigen Wirtschaftssubjekten geteilt wird oder nicht, sie wird auf jeden Fall die Entscheidungen ihres "Trägers" beeinflussen und somit zweifellos auch den Rat der Anlageberater bei Transaktionen, deren Erfolg sich erst in der Zukunft einstellen wird und von noch ungewissen wirtschaftlichen Daten abhängt.

Es ist dabei gleichgültig, ob es sich um ein ganz kurzfristiges Wertpapiergeschäft handelt, etwa ein Arbitragegeschäft, bei dem zwischen Kauf und Verkauf oft nur wenige Minuten vergehen, oder um den Entschluß zur langfristigen Anlage etwa in Rentenwerten.

Man unterscheidet ²⁾ quantitativ formulierbare Erwartungen (ausgedrückt in DM, Mengeneinheiten, Prozent) und nicht quantitativ formulierbare Erwartungen (für singuläre - eratische - Ereignisse: Regierungswechsel, Krieg).

1) Vgl. Wittmann, Waldemar: Unternehmung und unvollkommene Information, Köln und Opladen 1959, S.32.

2) Vgl. Röthlingshöfer, Karl, a.a.O., S.71.

b) Die Subjektgebundenheit der Erwartung

Bei den Erwartungen handelt es sich demnach, in Anknüpfung an das oben Gesagte, um das Ergebnis einer Abschätzung und Beurteilung der Zukunft durch eine Person, von deren Temperament und Intelligenz die Erwartungen folglich auch abhängen werden. Je nach den Fähigkeiten der "Erwartungsträger" werden die Erwartungen einen mehr oder weniger hohen Wahrscheinlichkeitsgrad für den tatsächlichen Eintritt der erwarteten Ereignisse bzw. Entwicklungen besitzen.

Da der zukünftige Stand einzel- oder gesamtwirtschaftlicher Daten in der Gegenwart rational nicht exakt fassbar ist, muß die Erwartung somit eine weitgehend irrationale Größe bleiben. Sie wird subjektive Elemente enthalten (je nach der "Meinung" der beratenden Personen) und nur zum Teil von objektiven Elementen bestimmt sein. Dies gilt in um so stärkerem Masse, je weiter sich die Erwartung in die Zukunft hinein erstreckt.

Der durch die Erwartung eingeschlossene Zeitraum, der sich zwischen Gewissheit (Gegenwart) und absoluter Ungewissheit erstreckt, wird durch den sogenannten "ökonomischen Horizont" begrenzt. Das ist "der zukünftige Zeitpunkt, bis zu dem die betreffende Wirtschaftsperson Berechnungen anstellen kann". ¹⁾ Vom ökonomischen Horizont

1) Krelle, Wilhelm, a.a.O., S.221, Anm.34.

an kann die Wirtschaftsperson "nicht mehr entscheiden, welchen Wert die Größe wohl am ehesten annehmen wird, und damit ist die mögliche Schwankungsbreite zu groß für eine wirkliche Kalkulation". ¹⁾ Die folgende Skizze ²⁾ macht graphisch deutlich, was unter ökonomischem Horizont zu verstehen ist.

Damit ist das subjektive Moment in der Erwartung nochmals hervorgehoben. Es gibt nicht d e n ökonomischen Horizont, sondern jedes natürliche Wirtschaftssubjekt hat einen ökonomischen Horizont. Banal, aber klar ausgedrückt, ist damit der individuelle Spürsinn (die Intuition, die "Nase") gemeint, der auf Wissen und Erfahrung fundiert und eben unterschiedlich weit reicht.

Ein Anlageberater wird auf lange Sicht um so erfolgreicher sein, je geringer die Abweichungen zwischen "seinen" Erwartungen und der eingetretenen Realität sind.

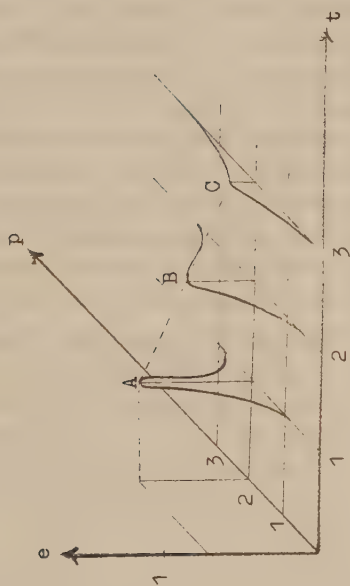
c) Die Beeinflussbarkeit des Sicherheitsgrades der Erwartung

Um die Gefahren, die in Entscheidungen der Anlageberater auf Grund unrichtiger Erwartungen liegen, möglichst einzugrenzen, wird die Kreditbank versuchen, die in der überwiegend subjektiven, irrationalen Natur der Erwartung liegende Unsicherheit mög-

1) Krelle, Wilhelm, a.a.O., S.221, Anm.34.

2) Krelle, Wilhelm, a.a.O., S.19.

e = Erwartungswert
 p = ökonomische Größe
 t = Zeit



lichst weit herabzumindern und den ökonomischen Horizont möglichst fern in die Zukunft auszu-
dehnen.

Dies kann geschehen:

1. durch statistische Methoden: - Trendberechnungen, Korrelationsrechnung;
2. durch die im Rahmen der Unternehmensforschung (operations research) verwendeten (mathematischen) Methoden (beispielsweise "Monte-Carlo-Methode", Spieltheorie), durch die es möglich wird, den Ausgang von Verhaltensakten auch bei unvollkommenen Informationen zu determinieren ¹⁾;
3. durch die Sammlung und Auswertung wirtschaftlicher Informationen aus der Vergangenheit und der Gegenwart unter Zuhilfenahme aller verfügbaren Nachrichtenquellen, mit dem Ziel, die aus bekannten Fakten bestehende Beurteilungsbasis zu verbreitern und zu vertiefen.

Mit Hilfe der drei aufgezeigten Wege kann in gewissen Umfang der Sicherheitsgrad von Erwartungen - und damit die Sicherheit der auf ihnen beruhenden Entscheidungen - erhöht werden.

Dabei steht bei der Wertpapieranlage die Erwartung über die Kursentwicklung in einem be-

- 1) Vgl. neben vielen anderen: Albach, Horst: Wirtschaftlichkeitsrechnung bei unsicheren Erwartungen, Köln und Opladen 1959, - Blackwell, David; Girshick, M.A.: Theory of Games and Statistical Decisions, New York, London 1954. Neumann, John von, Morgenstern, Oskar: Spieltheorie und wirtschaftliches Verhalten, Würzburg 1961. - Vajda, S.: The Theory of Games and Linear Programming, 3. Auflage, London, New York, 1958.

stimmten Zeitraum in der Regel im Mittelpunkt, und deshalb sind die folgenden Ausführungen in erster Linie auf die Kurserwartung abgestellt.

In der Praxis wird die Erwartung bewußt oder unbewußt in den meisten Fällen auf Grund gegebener wirtschaftlicher Tatbestände unter Berücksichtigung der sogenannten "Entwicklungstendenzen" geformt; sie basiert also auf der Kombination der Methoden 1 und 3.

Methode 2 hat wegen ihrer allzu theoretischen Natur noch keinen Eingang in die Praxis der Kreditbanken gefunden. Es ist jedoch denkbar, daß sie bei weiterer Verfeinerung vor allem für die Großbanken ein brauchbares Instrument darstellen kann.

Die Schwierigkeit bei der Kombination der Methode 1 und 3 liegt nun für die Anlageberatung der Kreditbank darin, zu entscheiden, welcher Methode in dieser Kombination die dominierende Rolle zufallen muß, um den optimalen Sicherheitsgrad der Erwartung zu erreichen.

Für ein Problem dieser Art lassen sich weder auf empirischem noch auf theoretischem Wege akzeptable Lösungen finden. Einfacher erscheint es, zunächst die statistische Methode und die Methode 3 zu untersuchen, um zu einem Urteil über ihren Einfluß auf die Sicherheit der Erwartung zu kommen.

Solche Untersuchungen werden vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika immer wieder - vor allem für die Kurserwartungen von Aktien - vorgenommen, weil dort in sehr breiten Kreisen

der Öffentlichkeit Interesse an Wertpapierfragen besteht und Börsengeschehen und Wirtschaftsentwicklung stärker als in Europa voneinander abhängen.

Jede der beiden Methoden hat in den USA überzeugte Anhänger, die als "chartists" bezeichnet werden, wenn sie ihre Erwartungen auf statistischen Methoden, vor allem auf Trendberechnungen, aufbauen, oder als "fundamentalists" gelten, wenn sie auf Methode 3 vertrauen.

Die "chartists" sind zunächst "Techniker", "peering at their charts, trying to discern in the patterns and configurations of the past a clue to the future - the future of their stocks". ¹⁾

Dagegen versucht der "fundamentalist", "to estimate the present value and future course of stocks by looking for information about the companies assets, net worth, past and prospective earnings, etc.". ²⁾

Diese Informationen erhält der fundamentalist aus der traditionellen Bilanzanalyse, aus Messwerten wie price earning ratio (PE) und cash flow, ³⁾ aus der Wirtschaftspresse, von Beratungsdiensten und aus vielen anderen Quellen.

Jede dieser beiden grundverschiedenen Auffassungen baut auf vernünftigen Grundgedanken auf und erweist sich in vielen Situationen erfolgreich.

1) Seligmann, Daniel: Playing the Market with Charts, in: Fortune, Februar 1962, S.118.

2) Seligmann, Daniel, a.a.O., S.118.

3) Vgl. Linden, J.: Cash Flow oder Reingewinn, in: Das Wertpapier, 1962, Nr.1, 15.Januar 1962, S.3 ff.

Dennoch erhöhen sie den Sicherheitsgrad der Erwartung nicht verlässlich, da diese Methoden nicht auf zwingenden gesetzmässigen Zusammenhängen beruhen, sondern nur - allerdings manchmal recht wohl durchdachte - Regeln darstellen, mit deren Versagen immer gerechnet werden muß.

Das Diagramm auf der folgenden Seite zeigt zwei Beispiele mit "Kopf und Schulter Formation". Diese Formation soll nach Auffassung der chartists ein typisches Zeichen für das Ende eines Kursanstieges sein. Aber: - keine Regel ohne Ausnahme (siehe Abbildung "Litton Industries"). ¹⁾

Die Darstellung auf der übernächsten Seite gibt Einblick in die Methode der chartists. Bei der Analyse der Kursbewegung kommt den getätigten Börsenumsätzen große Bedeutung zu (Umsatzangabe auf der Basislinie der Abbildung). ²⁾

Die beiden geschilderten Methoden geben gewissermassen die Pole an, zwischen denen sich die Erwartungen ausrichten können, wenn eine Kombination der beiden Methoden erfolgt. Diese Kombination statistischer Methoden mit der Analyse bekannter wirtschaftlicher Daten wird bei kluger Abstimmung beider Methoden den höchsten Sicherheitsgrad der Erwartung gewährleisten. Je nach dem, ob der "Erwartungsträger" mehr chartist oder mehr fundamentalist ist, werden sich die Erwartung und ihr Sicherheitsgrad mehr nach dem einen oder

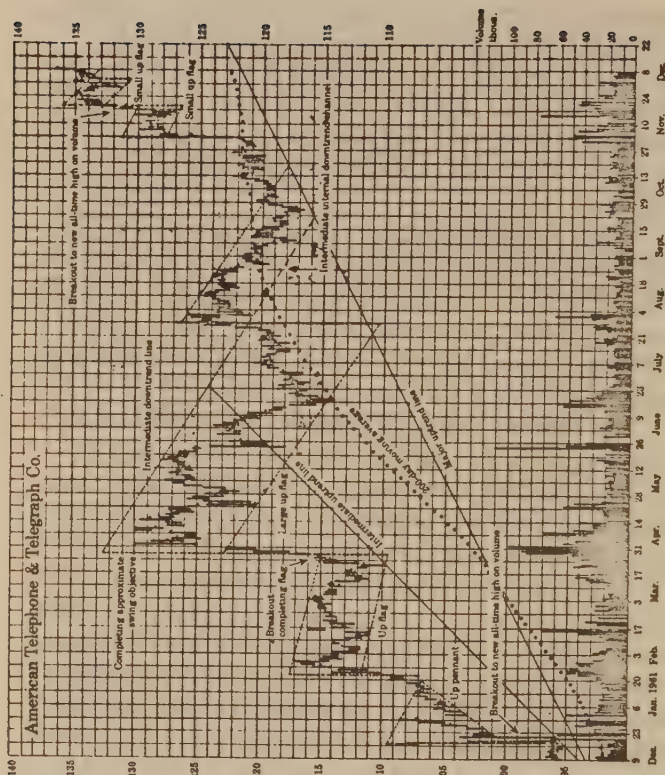
1) Entnommen: Seligmann, Daniel, a.a.O., S.174.

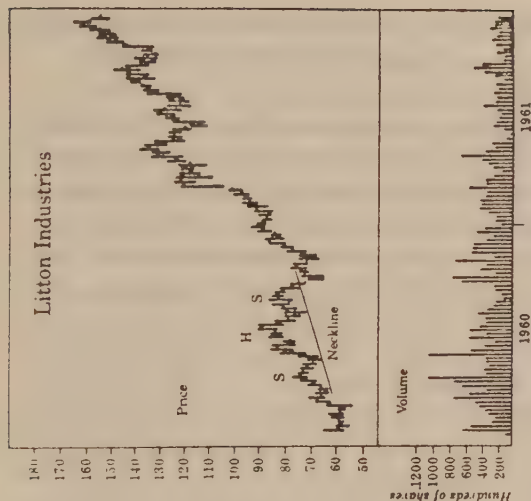
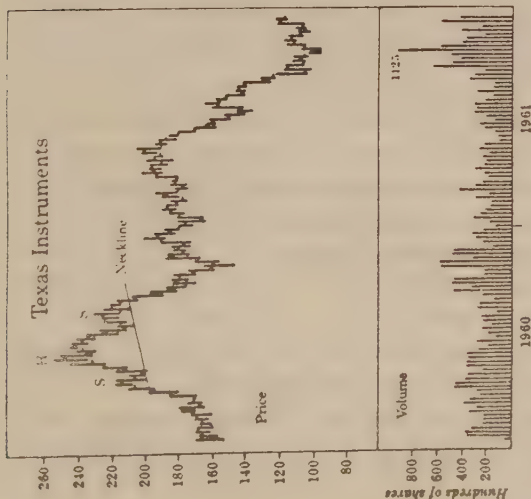
2) Entnommen: Seligmann, Daniel, a.a.O., S.119.

Flags Up at A.T. & T.

FORTUNE recently asked William Jiler, who publishes the Trendline and Commodity Research Bureau charts, to analyze a daily chart of A.T. & T. Ordinarily chartists spend a lot of time looking for "reversal patterns," which are presumed to signal a change in direction. But the important configurations on this chart, as Jiler sees it, are the "consolidation patterns"—flags and pennants denoting a breather on the way up. Jiler finds a swing objective by noting the difference between a breakout point (A.T. & T. at 97) and the top of the next important consolidation pattern (the highest point in the first "up flag," 117); this distance (twenty points) is then added to the lowest point in the flag (110) to get the objective in the next move. A.T. & T. did indeed make it to 130 on the next move.

Jiler regards A.T. & T.'s pattern as distinctly bullish because the company has not yet broken its major uptrend line. Jiler drew it off some earlier "bottoms" not shown on this chart. Unfortunately, there is no general agreement among chartists as to which trend lines are significant.





A "head-and-shoulders formation" coming after a sustained rise is supposed to signal a "top"—i.e., that the rise is over. Bar chartists are always watching out for this formation. When it appeared in Texas Instruments in 1960 many chartists sold out at around 200. The head and shoulders on Liton proved to be a "false signal," however; after a brief decline in September, 1960, that stock resumed its long upward trend. Among those led astray on Liton was the charting advisory service run by John Magee, a leading chart theorist, who had been right on the T.I. downturn. He advised his subscribers to sell Liton if the stock closed below 76; fortunately, he advised them to buy back in at 82. (The weekly charts shown here were supplied by the Mansfield chart service.)

dem anderen Pol orientieren, wobei durchaus Fälle denkbar sind, in denen die Ergebnisse beider Methoden gleich sind.

Obwohl diese beiden "Schulen" in Deutschland weithin unbekannt sind, gilt das Gesagte grundsätzlich auch für deutsche Kreditbanken, deren Geschäftsleitungen meist unbewußt, mit dem aus der Erfahrung entspringenden Gefühl für das Richtige, unter Kombination beider Methoden ihre Erwartungen über die künftige Entwicklung formen.

Ohne die eingangs erwähnten drei Methoden noch näher zu untersuchen, sei zusammenfassend festgestellt, daß es zwar Methoden gibt, die bei sachgerechter Anwendung den Sicherheitsgrad der Erwartungen in gewissem Umfang erhöhen können; absolute Gewissheit über die Zukunft - und damit völlige Sicherheit der Wertpapieranlage - wird mit ihnen jedoch selbstverständlich niemals zu erlangen sein.

d) Für die Anlageberatung relevante Erwartungsgrößen

Die wichtigsten der für die Anlageberatung relevanten Erwartungsgrößen können zu nachstehenden Gruppen zusammengefaßt werden:

- Erwartungen bezüglich der wirtschaftlichen Entwicklung des Kunden;
- Erwartungen bezüglich der allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Entwicklung;
- Erwartungen bezüglich der Kursentwicklung der einzelnen Wertpapiere und Wertpapiergruppen.

aa) Erwartungen bezüglich der wirtschaftlichen
Entwicklung des Kunden

Hierunter fallen insbesondere die Erwartungen über die Einkommensentwicklung des Kunden, über vermögenswirksame Sonderereignisse (Erbfälle, Aussteuer, Baupläne, Ausbildung der Kinder etc.) und über die Entwicklung des bereits vorhandenen Vermögens des Kunden.

bb) Erwartungen bezüglich der allgemeinen wirtschaftlichen und politischen Entwicklung

Sie sind Ausgangspunkt der Erwartungen über die Kursentwicklung der Wertpapiere und beinhalten im wesentlichen die Erwartungen über die Entwicklung volkswirtschaftlicher Daten, wie Volkseinkommen (und Einkommensverteilung), Kapitalmarktzins, Liquidität der Volkswirtschaft (Entwicklung der Zahlungsströme im Inland und zwischen Inland und Ausland), Kaufkraftveränderungen der Währungen. Damit in Verbindung stehen Erwartungen über die künftige Notenbankpolitik, Wirtschaftsabkommen mit anderen Ländern sowie die Finanz- und Steuergesetzgebung.

Bei der Fülle von Einflußfaktoren kann es kaum überraschen, daß die Prognosen wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute oft stark voneinander abweichen. ¹⁾ Hier ist zu bemerken,

1) Vgl. Riedle, Hermann: Phantasie statt ökonomischer Orakel, in: Die Zeit, Nr.53 vom 29.Dezember 1961, S.17. Riedle analysiert die Prognosen der in der Arbeitsgemeinschaft Deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. zusammengefaßten Forschungsgremien. - Vgl. ferner die weitgehend zutreffenden Prognosen des wirtschaftlichen

daß verlässliche langfristige Konjunkturprognosen wegen der Unberechenbarkeit der Verhaltensweise der einzelnen Wirtschaftssubjekte bisher nicht zu erhalten sind.

Die von Veränderungen in der Weltpolitik ausgehenden Befürchtungen und gelegentlich auch Hoffnungen, die - oft noch durch Spekulationen forciert - plötzlich zu sehr starken Kursveränderungen, besonders bei Dividendenwerten, führen, müssen auf Grund der Erfahrungen in den letzten Jahren als eratische Erscheinungen bezeichnet werden, da sie nicht dem sich kontinuierlich entwickelnden wirtschaftlichen Bereich entspringen, sondern in unvorhersehbarer Weise das Geschehen auf dem Wertpapiermarkt beeinflussen.

Da weder die Art einer weltpolitischen Veränderung noch ihr Zeitpunkt und noch weniger die Reaktion der Börse darauf ganz verlässlich im voraus ermessen werden können, haben die Erwartungen über politische Ereignisse und Entwicklungen sehr oft den Charakter vager Vermutungen. ¹⁾

Folglich ist wegen des geschilderten ausgeprägten Einflusses der Politik gerade darin ein wichtiger Grund für die stets vorhandene Unsicherheit bei Prognosen über die Kursentwicklung von Wertpapieren zu sehen.

Als Beispiel kann die Kursentwicklung deutscher Aktien in ihrer Abhängigkeit von der jeweiligen Berlin-Situation gelten - das sogenannte "politische

Sachverständigenrates der Bundesregierung über die Entwicklung der Wirtschaft in Deutschland im Jahre 1966, in: Das Wertpapier, Januar 1966, S.14 ff. Livingstone, J.A.: How Wrong Can Economists Be?, in: The Management Review, Juni 1953, S.344.

1) Vgl. Mises, Richard v.: Wahrscheinlichkeit, Statistik und Wahrheit, 3.Auflage, Wien 1951, S.88.

Risiko" bedingt eine verhältnismässig niedrigere Bewertung deutscher Aktien, und vor allem der Berlinwerte, gegenüber vergleichbaren Aktien des Auslandes. Die geringere Sicherheit muss durch eine Erhöhung der Rendite ausgeglichen werden. Diese "Renditendifferenz" kann daher, soweit ein echter Vergleich mit Werten ohne politisches Risiko möglich ist, als eine Art Risikoprämie aufgefasst werden.

cc) Erwartungen bezüglich der Kursentwicklung der einzelnen Wertpapiere und Wertpapiergruppen

Wie Boden und Klima allgemein das Wachstum und das Gedeihen von Pflanzen bestimmen, so bestimmen die wirtschaftlichen und politischen Entwicklungen allgemein den Erfolg einer Wertpapieranlage. In Fortsetzung dieses Vergleiches lässt sich sagen, dass verschiedenartige Wertpapiere wie die verschiedenen Pflanzenarten bei gleichen äusseren Bedingungen sich durchaus "individuell" entwickeln. Das zeigt sich beispielsweise bei amerikanischen Rüstungsaktien, die auf politische Spannungen - entgegen der allgemeinen Tendenz - mit Kurssteigerungen reagieren.

Das Bestreben der Anlageberater muss es sein, die besonderen Faktoren, die das "Wachstum und Gedeihen" eines Wertpapiers - ausgedrückt in der Kursentwicklung - bestimmen, in ihrer künftigen Grösse, als Erwartungswerte, in ihre Anlage-Überlegungen eingehen zu lassen.

Nachstehend seien einige dieser Faktoren, für die festverzinslichen Wertpapiere und für Aktien getrennt, erwähnt.

Rentenwerte

Hier konzentrieren sich die Erwartungen allgemein zunächst auf die Entwicklung des Zinsniveaus am Kapital- und Geldmarkt,¹⁾ unter Mitberücksichtigung des Zinsniveaus im Ausland.²⁾ Dabei stellen Einwirkungen, die nicht unmittelbar aus dem Rentenmarkt kommen, etwa seitens des Bundes³⁾ oder der Bundesbank,⁴⁾ überaus wichtige Faktoren dar, die als Erwartungswerte in die Überlegungen anlässlich der Wertpapieranlage eingehen, sofern dafür eine gewisse Vorhersehbarkeit gegeben ist.

Über die Kursanpassung sind die Renditen der einzelnen festverzinslichen Wertpapiere und das jeweilige Kapitalmarkt-Zinsniveau transitiv miteinander verbunden.

-
- 1) Vgl. Somary, Felix: Bankpolitik, 3. Auflage, Tübingen 1934, S.252 - 263.
 - 2) Vgl. Schneider, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie, III. Teil, 5. Auflage, Tübingen 1959, S.78: es besteht "eine verhältnismässig enge positive Korrelation zwischen allen Arten von Zinssätzen". - Vgl. auch Höfermann, Friedhelm: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Frankfurt a.M. 1959, S.71 - 75.
 - 3) Zum Beispiel das Kapitalmarktförderungsgesetz von 1952; "Lex Preusker" 1956; Kuponsteuergesetz von 1965. Vgl. Dannemann, W.: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959, S.98 ff.
 - 4) Diskontpolitik, Offenmarktpolitik, Mindestreservenpolitik, moral suasion. Zwar zielen die Massnahmen der Bundesbank nur selten direkt auf den Kapitalmarkt. Dennoch wird er in starkem Masse von ihnen beeinflusst. Allerdings können dank der Konvertibilität der Währung und der Liberalisierung des Geld- und Kapitalverkehrs manche Auswirkungen abgefangen werden.

Kursabweichungen, die aus dieser mathematischen Beziehung nicht mehr erklärt werden können, sind auf Unterschiede in der Bonität der Emittenten oder auf Besonderheiten der Emissionsbedingungen zurückzuführen. (Festverzinsliche Wertpapiere mit hohem Nominalzins sind beispielsweise etwas weniger begehrt, weil bei diesen mit Konversionen gerechnet werden muss.)

Besondere Erwartungen bezüglich der Kursentwicklung e i n z e l n e r Arten von festverzinslichen Wertpapieren werden daher von den Banken kaum gehegt, vielmehr ist der Markt festverzinslicher Wertpapiere im allgemeinen als Gesamtheit Gegenstand der Erwartungen.

Aktien

Im Gegensatz zu der bei festverzinslichen Wertpapieren angebrachten kollektiven Betrachtungsweise muss die "Individualität" jeder einzelnen Aktie besonders beachtet werden. Gleichzeitig muss aber auch bei Aktien die Erwartung über die Entwicklung des gesamten Aktienmarktes mitberücksichtigt werden, da die Renditen der Aktien, besonders innerhalb einer Branche, die Tendenz haben, sich einander anzupassen, wodurch von einer Baisse oder Hausse - wenn auch unterschiedlich stark - alle Aktien erfasst werden, was sich bei jeder grösseren Kursveränderung in der Vergangenheit gezeigt hat.

Nach überwiegender Ansicht orientieren sich die Kurse von Aktien an den Gewinnerwartungen,¹⁾ d.h. die

1) Vgl. Gordon, M.J.: Dividends, Earnings, and Stock Prices, in: The Review of Economics and Statistics, Volume 41, Cambridge, Mass., 1959, S.101. - Jakob, Franz R., Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse, Basel, Stuttgart 1959, S.82 ff. - Quittner, Paul: Investment, Berlin 1930, S.34 ff. - Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.104. - Hielscher, U., Schulz, H.D.

Gewinnerwartungen stellen den wichtigsten Bestimmungsfaktor für Angebot und Nachfrage auf dem Aktienmarkt dar. Man trennt dabei den zu erwartenden Gewinn einer Aktiengesellschaft in ausgeschütteten und einbehaltenen Gewinn und in kurzfristig zu erwartenden (laufendes Geschäftsjahr) und langfristig zu erwartenden Gewinn.¹⁾

Die Gewinnerwartungen basieren auf den Erwartungen über die Entwicklung von Erlösen und Kosten, die ihrerseits von der Branchenkonjunktur, der Konkurrenzsituation, der Lohnentwicklung, den Rohstoffpreisen, fiskalischen Belastungen und vielen anderen Faktoren abhängen.

Die Analyse der bei einzelnen Aktiengesellschaften zu erwartenden Gewinne beinhaltet gleichzeitig eine Analyse der Wachstumschancen einer Gesellschaft.

Die für die Expansion einer Unternehmung erforderlichen Investitionen werden zu Kapitalerhöhungen zwingen, und die gewöhnlich darin liegenden finanziellen Vorteile für die Aktionäre müssen mit in die Analyse einbezogen werden.

Die Sicherheit von Aktien, deren Kurs durch einen hohen Substanzwert fundiert ist, ist naheliegenderweise grösser als von solchen mit hohen, im Kurse schon

Cluss E.: Gewinne bestimmen das Kursniveau, in: Der Volkswirt, 29/1966, S.1393 ff. Die Kursbestimmungsfaktoren unterliegen aber Wandlungen. Verständlicherweise dominierte bei starker Inflation das Sachwertdenken. Vgl. Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notierten Werten, Berlin 1924, S.67.
1) Vgl. Büschgen, Hans E.: Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen; in: Das Wertpapier, 10/1965, S.808 ff.

berücksichtigten Gewinnerwartungen. Das real vorhandene Vermögen einer Aktiengesellschaft kann sich nicht so leicht von einem Tag zum nächsten auflösen, wie das bei Gewinnerwartungen, etwa auf Grund von neuen Erfindungen, denkbar ist. Allerdings ist festzuhalten, dass der Wert mancher Vermögensgegenstände (besonders grosstechnischer Anlagen, wie Werften, Raffinerien, Bergwerke u.ä.) weitgehend von der Möglichkeit der Gewinnerzielung beim Einsatz dieser Anlagen abhängig ist.

Sieht man in den Gewinnerwartungen der Wertpapiere anbietenden und nachfragenden Wirtschaftssubjekte den massgebenden Kursbestimmungsfaktor unter zahlreichen anderen, so hat man damit gleichzeitig die Erklärung für die unruhige Kursbewegung von Aktien. Erwartungen entspringen dem irrationalen Bereich.¹⁾ Ein Wirtschaftssubjekt kann seine Erwartungen in einem Augenblick revidieren und, seinen veränderten Erwartungen entsprechend, mit Kauf, Halten oder Verkauf reagieren.

Sollte man deshalb im Kurswert einer Aktiengesellschaft (Grundkapital mal Kurs) nicht eher den Kapitalisierungswert künftiger Gewinne sehen als das Ergebnis einer Bewertung des Vermögens der Aktiengesellschaft? Das Vermögen einer Aktiengesellschaft wird sich in der Regel nur allmählich und kontinuierlich verändern, die Erwartungen der Kapitalanleger über die künftigen Gewinne und über den "angemessenen" Kapitalisierungszinssatz jedoch über Nacht - wie die Kurse.²⁾

-
- 1) Meithner führt aus, dass bei Effekten subjektive Einflüsse eine Potenzierung erfahren; "dem Effektenpreis mangelt ein objektives Preisbestimmungselement". Meithner, Karl, a.a.O., S.102 und 103. - Vgl. Schlag, H.W., a.a.O., S.20. - Vgl. Rittershausen, Heinrich: Bankpolitik, Frankfurt 1956, S.188 ff.
 - 2) Über die Methoden der Unternehmungswertberechnung vgl. Viel, Jakob: Probleme der Unternehmungswertberechnung, Bern 1960, S.17 ff. - Münstermann, H.: Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966. - Lachmann, F.: Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1954.

Die Zukunftseinschätzung allein, die sich der Anlageberater durch das geschilderte System von Erwartungen gebildet hat, kann jedoch noch nicht die Anlageentscheidung herbeiführen. Vielmehr wird erst der Vergleich zwischen den verschiedenen, auf Grund der Erwartungen günstig beurteilten Anlageformen die endgültige Entscheidung ermöglichen.

"Die Unsicherheit, die aller Beurteilung künftiger Entwicklungen innewohnt, erschwert zwar die Bestimmung dessen, was in der nahen oder fernerer Zukunft geschehen soll. Aber selbst wenn es gelänge, Informationen zu gewinnen, die diese Erwartungsunsicherheit auf ein Minimum reduzieren, bleibt immer noch das Geheimnis richtiger Entscheidungen auch bei voller Kenntnis der gegenwärtigen Sachlage und der künftigen Situationen. Wir stoßen hier auf ein irrationales Element, das dem dispositiven Faktor nun einmal innewohnt."¹⁾ Das irrationale Element kann also nicht vollkommen ausgeschaltet werden. Es gilt jedoch, in der Entscheidung über bestimmte Anlageempfehlungen das irrationale Element auf ein Minimum zurückzudrängen.²⁾

-
- 1) Gutenberg, Erich: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958, S.41.
 - 2) Vgl. Lutz, Friedrich A.: Das Problem der Wirtschaftsprognosen, in: Recht und Staat, Heft 185, Tübingen 1955, S.19/20. Nach Lutz' origineller Auffassung "liegt es doch auf der Hand, dass niemand ein wirkliches Interesse an sicheren Voraussagen hat. Der Unternehmer hat ein solches Interesse bestimmt nicht; denn woran er 'Geld verdienen' kann, ist, dass er die Zukunft etwas besser vorausahnt als die anderen." - Ähnlich argumentiert auch Hahn, der feststellt: "Unsicherheit über die Zukunft ist Voraussetzung der wirtschaftlichen Dynamik." Vgl. Hahn, Albert: Geld und Kredit, Frankfurt am Main 1960, S.14. - Vgl. ferner Koch, Helmut: Probleme unternehmerischer Prognose, in: Bayer, Hans (Herausgeber): Wirtschaftsprognose und Wirtschaftsgestaltung, Berlin 1960, S.57 ff. Koch, Helmut: Zur Diskussion der Ungewissheitstheorie, in: ZfhF 12. Jahrgang/1960, S.49 ff.

5. Verhaltensregeln für Anlageberater

Die Anlageberatung erweist sich nach den vorangegangenen Ausführungen als komplizierte Kunst. Nur hochqualifizierten Anlageberatern wäre demnach eine befriedigende Anlageberatung zuzutrauen.

Da die Zahl der Zweigstellen von Kreditinstituten in den letzten Jahren stark zugenommen hat,¹⁾ liegt die Vermutung nahe, dass nicht jeder Bankangestellte, der Anlageberatungen durchführt, die für diese Aufgabe erforderliche Qualifikation besitzt. Dieser Kreis von Anlageberatern, die zu selbständiger Urteilsbildung über Anlagefragen nicht voll befähigt sind, kann bei Beachtung erprobter Verhaltensregeln dennoch eine befriedigende Anlageberatung durchführen.

Allerdings sind diese Regeln vorwiegend auf Daueranleger abgestellt und weniger für den Typ des Spekulanten geeignet. Sie betreffen zudem meist den Fall, dass eine Anlage vorgenommen wird. Die gleich wichtige Frage, ob bzw. welche Wertpapiere ein Kunde veräußern sollte, kann mit diesen Regeln kaum festgelegt werden.

1) Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank: Die Entwicklung des Bankstellennetzes im Jahre 1966, April 1967, S.35:

Die Bankstellen im Bundesgebiet

	Ende 1966	Ende 1957
Kreditbanken	4.265	2.338
Sparkassen	13.837	9.063
Kreditgenossenschaften	16.810	14.031

Einige dieser Grundsätze seien hier angeführt:

- a) Beschränkung auf Standardwerte erster Qualität,
- b) der Grundsatz der Risikostreuung,
- c) Empfehlung von Investmentfonds,
- d) antizyklisches Verhalten,
- e) Einhaltung einer Anlagekonzeption,
- f) systematische Anlagepläne (formula timing).

a) Beschränkung auf Standardwerte erster Qualität

Als Standardwerte erster Qualität können Aktien solcher Gesellschaften eingestuft werden, die über ein überdurchschnittlich hohes, breitgestreutes Grundkapital verfügen, die in den letzten zehn oder fünfzehn Jahren in der Lage waren, eine stabile oder steigende Dividende zu zahlen und die in wachstumsintensiven oder besonders sicheren Wirtschaftszweigen tätig sind. In der Bundesrepublik zählen etwa die grossen Chemie-, Versorgungs-, Elektro- und Stahlunternehmen sowie die Grossbanken zu der Gruppe der Standardwerte. Daneben sind die Aktien von Gross-Brauereien, Kaufhäusern, Kalikonzernen sowie die Volksaktien den sogenannten Standardwerten vielfach gleichzusetzen.

Die deutschen Kapitalanlagegesellschaften bevorzugen bei ihren Anlagen weitgehend solche Standardwerte. Ein Blick in die neuesten Bestandslisten der Investmentfonds unterrichtet daher über die jeweils beliebtesten Standardwerte. Ein Anlageberater, der solche Standardwerte empfiehlt, kann auf die Anlagepolitik der Investmentfonds verweisen und wird somit nicht leicht dem Vorwurf unsolider Beratung ausgesetzt sein. Bellemore¹⁾ hält für die Mehrheit der Anleger den Kauf und

1) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.299 ff.

das konsequente Durchhalten ausgewählter Standardwerte für die am meisten befriedigende Lösung, da die Erfahrung zeigt, wie gross die Schwierigkeiten sind, Änderungen des langfristigen Trends der Effektenmärkte vorherzusehen.

b) Der Grundsatz der Risikostreuung

Dieser Grundsatz will das Risiko vermeiden helfen, das durch die Konzentration einer Anlage auf ein einziges oder nur wenige Anlageobjekte entsteht. Es ist hervorzuheben, dass bei Anwendung dieses Grundsatzes allerdings auch nicht mit überdurchschnittlichen Gewinnen zu rechnen ist, da der Grundsatz der Risikostreuung auf Gewinne wie Verluste gleich dämpfend und nivellierend wirkt.

Nach dem Grundsatz der Risikostreuung ist eine Anlage so vorzunehmen, dass nach Möglichkeit viele verschiedene Anlageobjekte unterschiedlicher Anlageformen, unterschiedlicher Branchen und unterschiedlicher regionaler Herkunft erworben werden. Ein Depot, das nach dem Grundsatz der Risikostreuung zusammengesetzt ist, wird folglich auch ausländische Wertpapiere enthalten. Ferner wird der Anleger neben Aktien der meisten Branchen und festverzinslichen Wertpapieren verschiedener Emittenten (in verschiedenen Währungen) auch Barmittel oder Festgelder unterhalten und über Goldbestände verfügen.

Es ist leicht erkennbar, dass der Grundsatz der Risikostreuung bei kleineren Vermögen zur Vermögenszersplitterung führt. Zudem wird sich der Betreuungsaufwand der Bank stark erhöhen. Der Grundsatz der Risikostreuung kann daher konsequent nur von Grossanlegern praktiziert werden. Anlegern, denen nur geringe Mittel zur Verfügung stehen, sollte daher zunächst zum Kauf von Investment-Zertifikaten geraten werden.

c) Empfehlung von Investmentfonds

Die Empfehlung von Investmentfonds ist bei richtiger Durchführung problemlos und sollte bei kleineren Anlagesummen vorrangig erfolgen. Es ist bei der Empfehlung von Investmentfonds allerdings seitens der Bank ein hohes Mass an Objektivität zu beachten. Nahezu jede Kreditbank ist heute in irgendeiner Form mit einer (oder mehreren) bestimmten Kapitalanlagegesellschaft stärker verbunden als mit den übrigen, sei es, dass die Bank selbst an der Kapitalanlagegesellschaft beteiligt ist oder dass besondere Provisionsvereinbarungen bestehen. Die einzelnen Investmentfonds weisen nun aber durchaus unterschiedliche Erfolge aus. Erstaunlicherweise gelingt es sogar nur wenigen deutschen Investmentfonds, eine bessere Entwicklung als die im amtlichen Aktienindex aufgezeigte Durchschnittsentwicklung der Aktienkurse zu erzielen.

Da den meisten Kunden bekannt ist, welche Investmentfonds als "Hausfonds" anzusehen sind, sollte die Bank gerade hier in sachlicher Form Unterschiede aufzeigen. Es empfiehlt sich hierfür die in den USA übliche in Gruppen gegliederte Zusammenstellung von in ihrer Zielsetzung oder Anlagepolitik vergleichbaren Fonds unter Angabe der kurz- und langfristig erzielten Wertsteigerung sowie der Ausschüttungen. Als Muster könnte die als "Wiesenberger Report"¹⁾ in den USA weitverbreitete Aufstellung dienen.

1) Arthur Wiesenberger & Company: Mutual Fund Management Results (vierteljährlich).

d) Antizyklisches Verhalten

Diese Verhaltensregel ist am schwierigsten einzuhalten, weil sie nicht mechanisch angewendet werden kann und ihre Anwendung zudem oft auf Widerstand seitens der Kunden stösst. Auf einen einfachen Nenner gebracht, bedeutet antizyklisches Verhalten bei der Anlageberatung, dass in Zeiten hoher Kurse (bzw. bei über dem langjährigen Durchschnitt liegenden Price/Earning-Ziffern) dem Kunden eher zu Verkaufsentscheidungen geraten werden sollte, während in Zeiten gedrückter Kurse (niedere P/E-Ziffern) die Kauflust der Kunden angeregt werden soll. Antizyklisches Verhalten lässt sich auch auf Teilmärkten oder in einzelnen Wertpapieren üben: Es bedeutet dann die Abkehr von favorisierten "Modemärkten" (in der Bundesrepublik z.B. 1962/63 automobilwerte, 1964 Erdgaswerte) und das Engagement in vernachlässigten Branchen oder Wertpapieren.

Von vielen erfolgreichen Anlegern oder Spekulanten wird antizyklisches Verhalten als "Rezept" empfohlen.¹⁾ Bernard Baruch²⁾ empfiehlt beispielsweise: "Kauf Strohhüte im Winter!"

So einleuchtend für jedermann der Rat ist, nicht blind den jeweils an der Börse herrschenden Trends zu folgen, so schwierig ist die Verwirklichung dieser Forderung. Es wurde schon erwähnt (S.53f.), dass die Wahl des richtigen Anlagezeitpunktes (timing) überaus schwierig ist. Ein Anlageberater, der ohne weitere Überlegung den Kunden zu antizyklischen Käufen und Verkäufen rät, wird mit grosser Wahrscheinlichkeit bei steigenden Kursen zu

1) Vgl. auch: Schweizerischer Bankverein: Erfahrungsgrundsätze der Kapitalanlage, Broschüre 1964, S.28 ff.

2) Vgl. Baruch, Bernard M.: My own Story, New York 1957, S.92.

früh zum Verkauf und bei fallenden Kursen zu früh zum Kauf raten. Zudem wird er häufig mit der Frage konfrontiert, ob eine Änderung in der Kursbewegung als Trendänderung oder nur als vorübergehende Marktschwankung zu interpretieren ist.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass antizyklisches Verhalten bei extremen Hausse- oder Baisse-Situationen uneingeschränkt anzuraten ist. Bei allen nicht klar bestimmbar Börsensituationen - also im Regelfall - darf sich der Anlageberater von der Faustregel "antizyklisches Verhalten" keinen Erfolg versprechen.

e) Einhaltung einer Anlagekonzeption

Die nachfolgenden Ausführungen über systematische Anlagepläne (S. 84ff.) werden zeigen, wie das konsequente Einhalten einer bestimmten Anlagekonzeption - ohne Beachtung des Tagesgeschehens an der Börse - zu überraschenden Erfolgen führen kann. Es fällt jedem Anleger naturgemäss schwer, sich dem Schema eines mehr oder minder starren Anlageplans zu unterwerfen. Er weiss, dass er bei jeder systematischen Anlagekonzeption den Traum vom ganz grossen Kursgewinn (Kauf auf dem Tiefpunkt der Baisse, Verkauf auf dem Gipfel der Hausse) aufgeben muss. Den Verlust der grossen Gewinnchance bekommt der Anleger jedoch durch ein hohes Mass an Sicherheit aufgewogen.

Es leuchtet ein, dass ein kurzfristiger Wechsel der Anlagekonzeption je nach Marktlage oder persönlicher Stimmung den Erfolg einer Anlage gefährdet. Veräussert z.B. der Anleger in einem Haussemarkt seine soliden Standardwerte, um Mittel zum Kauf von rasch steigenden Wachstumsaktien zu erhalten, so gefährdet er die Sicherheit seiner Anlage. Umgekehrt wäre es ebenfalls nicht günstig, wenn

ein Anleger, der den Erfolg seiner Anlage durch Kauf von Wachstumswerten erreichen wollte, nach starken Kursverlusten in einem Baissemarkt nun auf Rentenwerte oder verhältnismässig sichere Standardaktien "umsteigen" würde. Bellemore¹⁾ empfiehlt daher kategorisch: "... develop a philosophy and stick to it! Consistency is the greatest virtue."

Das bedeutet für den Anlageberater, dass er in seiner Beratung eine bestimmte Linie einhalten muss und versuchen sollte, den Kunden von unüberlegten spontanen Anlageentscheidungen abzuhalten.

Gelingt es dem Anlageberater, seine Kunden davon zu überzeugen, dass es sinnvoll ist, eine bestimmte bewährte Anlagekonzeption einzuhalten, dann verringert sich dadurch künftig auch der Zeitaufwand, der für die Beratung dieses Kunden aufgewendet werden muss, erheblich. An Stelle der Beratung kann ein allgemein gehaltenes Gespräch über Börsen- und Wirtschaftsfragen treten, das die persönliche Beziehung und das Vertrauen zwischen Kunde und Anlageberater stärkt. Die Gefahr, den Anlageerfolg des Kunden durch unrichtige Prognosen zu beeinträchtigen, besteht bei Einhaltung einer Anlagekonzeption ebenfalls in geringerem Masse; der Vorteil der Einhaltung einer "Anlagephilosophie" besteht ja gerade darin, von Prognosen unabhängig zu werden.

Es sind zahlreiche Anlagekonzeptionen denkbar. Einige wenige seien nachstehend als Beispiele angeführt:

Die regelmässige Anlage gleicher Geldbeträge; der regelmässige Erwerb einer bestimmten Zahl von Wertpapieren, unbeeinflusst von der jeweiligen Kurshöhe; Kauf (Verkauf) bestimmter Wertpapiere, wenn deren Kurs einen be-

1) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.114.

stimmten Prozentsatz unter (über) dem letzten Höchstpunkt (Tiefstpunkt) abgesunken (gestiegen) ist; Einhaltung fester Relationen der einzelnen Wertpapierarten bei der Depotzusammensetzung; konkrete Bestimmung des Anlageziels (z.B. Kursgewinn von 15 Punkten in vier Monaten) und konsequenter Verkauf, wenn dieses Ziel nicht erreicht wurde; Verkauf bei Absinken der Kurse um einen bestimmten Prozentsatz (um den Effekt der in den USA viel verwendeten stop-loss-order zu erreichen); prinzipieller Verkauf von Aktien, deren Ertragskraft unter dem Durchschnitt der Branche liegt; u.v.a.

f) Systematische Anlagepläne (formula timing)¹⁾

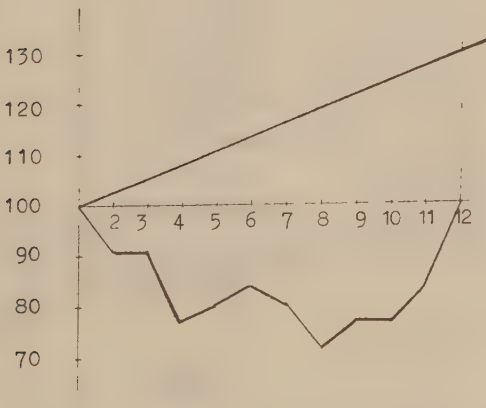
Durch Sparpläne amerikanischer Banken und Kapitalanlagegesellschaften wurde ein für mathematisch wenig geschulte Anleger verblüffender Effekt weithin bekannt und als Werbeargument für systematische Anlageprogramme genutzt. "Dollar-cost-averaging" bedeutet, dass der Durchschnittskurs aller aufgrund eines Anlageprogramms erworbenen Wertpapiere niedriger ist als der Durchschnitt der Kurse zu den einzelnen Anlagezeitpunkten.

Dieses Resultat wird dadurch erzielt, dass jeweils ein konstanter Geldbetrag der Anlage zugeführt wird. Bei niedrigen Kursen kann eine grössere Anzahl von Wertpapieren erworben werden.

1) Vgl. Carpenter H.G.: Investment Timing by Formula Plans, New York 1943. - Dince, Robert R.: Formula Planning - Another Method of Locating Highs and Lows, in: Lerner, Eugene M. (Herausgeber): Readings in Financial Analysis and Investment Management, Homewood, Ill., 1963, S.454 ff. - Badger, R.E.; Guthmann H.G.: Investment Principles and Practices, 3.Auflage, New York 1941. - Büschgen, H.E.: Zum Umsteigen selber klingeln!, in: Handelsblatt vom 15.9.1964. - Jakob, Franz R.: Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse, Basel, Stuttgart 1959, S.36 ff. - Baehring, Bernd: "Timing" am Aktienmarkt, in: ZfK, 23/1965, S.1115 ff.

Gleichzeitig garantieren solche systematischen Anlagepläne in gewissem Umfang ein antizyklisches Verhalten, da die Anlage unbeeinflusst von der herrschenden Börsenstimmung regelmässig vorgenommen wird - allerdings auch bei steigenden Kursen, die bei strikt antizyklischem Verhalten eigentlich zum Verkauf genutzt werden sollten. Daraus wird ersichtlich, dass "dollar-cost-averaging" nur mit Wertpapieren praktiziert werden sollte, denen man erstklassige langfristige Entwicklungschancen einräumen kann und die als solide Daueranlage erworben werden. Darunter fallen auch Zertifikate gut geleiteter Investmentfonds.

Zur Demonstration des "dollar-cost-averaging" eignet sich besonders eine Konstellation, bei der ein Wertpapier zu Beginn der systematischen Anlage den gleichen Kurs aufweist wie bei Beendigung des Anlageplans. Zwischen diesen beiden Beobachtungszeitpunkten werden niedrigere Kurse angenommen, etwa folgender graphisch dargestellter Kursverlauf:



Man erwartet bei diesem Kursbild nun im allgemeinen auf den ersten Blick nicht, dass eine während dieses Kursverlaufs durchgeführte systematische Anlage ein besonders günstiges Ergebnis bringen könnte. Aus nachstehender Berechnung ergibt sich jedoch ein beachtlicher Erfolg der Anlage.

Beispiel:

Zwölf Anlage-Vorgänge in Höhe von je 1.000.-- DM, jeweils am 1.1., 1.4., 1.7. und 1.10. eines Jahres.

Datum	angelegter Betrag in DM	Kurs	Zahl der erworbenen Wertpapiere
1.1.	1.000.--	100	10
1.4.	1.000.--	91	ca. 11
1.7.	1.000.--	91	ca. 11
1.10.	1.000.--	77	ca. 13
1.1.	1.000.--	80	12,5
1.4.	1.000.--	83,5	ca. 12
1.7.	1.000.--	80	12,5
1.10.	1.000.--	71,5	ca. 14
1.1.	1.000.--	77	ca. 13
1.4.	1.000.--	77	ca. 13
1.7.	1.000.--	83,5	12
1.10.	1.000.--	100	10

12.000.-- (1.011,5) ca. 144

Kurswert der Anlage am Ende der Anlagezeit DM 14.400.--

Summe der angelegten Beträge ./. DM 12.000.--

Kursgewinn DM 2.400.-- = 20 %

Durchschnittskurs der erworbenen Wertpapiere: $\frac{12.000.--}{144} = 83,3$

Durchschnitt der Kurse an den zwölf Kauftagen: $\frac{1.011,5}{12} = 84,3$

Bei einer Gesamtanlage von 12.000.-- DM wurde ein Kursgewinn von 2.400.-- DM (= 20 % des angelegten Gesamtbeitrages) erzielt. Wäre die gleiche Anlage bei zunächst steigenden und später wieder fallenden Kursen oder bei kontinuierlich steigenden Kursen vorgenommen worden, hätte sich allerdings kein ähnlich günstiges Ergebnis erzielen lassen, wie das folgende Beispiel zeigt:

Beispiel:

Zwölf Anlage-Vorgänge in Höhe von je 1.000.-- DM, jeweils am 1.1., 1.4., 1.7., und 1.10. eines Jahres.

Datum	angelegter Betrag in DM	Kurs	Zahl der erworbenen Wertpapiere
1.1.	1.000.--	100	10
1.4.	1.000.--	103	9,71
1.7.	1.000.--	106	9,43
1.10.	1.000.--	109	9,17
1.1.	1.000.--	112	8,93
1.4.	1.000.--	115	8,70
1.7.	1.000.--	118	8,48
1.10.	1.000.--	121	8,26
1.1.	1.000.--	124	8,06
1.4.	1.000.--	127	7,88
1.7.	1.000.--	130	7,70
1.10.	1.000.--	133	7,52
12.000.--			103,84

Kurswert der Anlage am Ende der Anlagezeit

103,84 . 133 = DM 13.810,72

Summe der angelegten Beträge

./. DM 12.000.--

Kursgewinn

DM 1.810,72

Der Kursanstieg während der systematischen Anlage betrug 33 %. Der gesamte Kursgewinn der Anlage ist jedoch mit 1.810,72 DM (= 15,09 % des angelegten Gesamtbetrages) erheblich geringer als im ersten Beispiel.

"Dollar-cost-averaging" ist kein Patent-Rezept für einen verlässlichen Wertanstieg der Anlage. Es verhilft lediglich - wie nahezu jeder systematische Anlageplan - dazu, dass unabhängig von Emotionen Anlagen vorgenommen werden, was vor allem in Baisse-Märkten für den Anleger positive Folgen hat.

Da die Aktien der meisten Aktiengesellschaften in der Bundesrepublik noch immer auf Nennbeträge von mindestens 100.-- DM lauten, lässt sich der Effekt des "dollar-cost-averaging" für den Durchschnittsanleger, der nur jeweils kleine Beträge in Wertpapieren anlegen kann, kaum verwirklichen. Lediglich bei der Anlage in Investment-Zertifikaten, deren Anschaffungswert in der Regel weit unter 100.-- DM liegt, können regelmässig etwa gleiche Beträge angelegt werden.¹⁾

1) Die Deutsche Kapitalanlagegesellschaft mbH., Frankfurt, die Investment-Gesellschaft der deutschen Sparkassenorganisation, führt sogenannte Anlagekonten, auf die monatlich ein bestimmter Betrag eingezahlt werden kann. Dieser Betrag wird zum Tagespreis der Zertifikate auch in Bruchteilen eines Anteils angelegt. Vgl. Die Zeit vom 6.1.1967. - Das Verfahren entspricht etwa den sogenannten Kapitalansammlungsverträgen ausländischer Investment-Vertriebsgesellschaften oder den Monthly Investment Plans (MIP) einiger Brokerhäuser in den USA, durch die der Erwerb von Bruchteilen einer Aktie möglich wird. Vgl. Engel, Louis: How to Buy Stocks, 3.Auflage, New York 1962, S.65 ff.

6. Beurteilung der am Anlageerfolg orientierten Methode der Zielerfüllung

Die vorangegangenen Ausführungen in diesem Kapitel, insbesondere S.55 ff., lassen die grossen Schwierigkeiten erkennen, mit Hilfe sachkundiger Anlageberatung bei einem durch die jeweiligen Kundenwünsche bestimmten Grad von Sicherheit und Liquidität der Anlage eine möglichst hohe Gesamtrendite der Kundenanlage zu erzielen. Auch mit Hilfe der auf S.77 ff. erwähnten Verhaltensregeln können diese Schwierigkeiten nur zum Teil umgangen werden.

Beurteilt man den Erfolg der Anlageberatung nach dem Anlageergebnis von Kunden, die den Ratschlägen der Anlageberater gefolgt sind, so muss eine Vergleichsgrösse als Maßstab herangezogen werden. Es liegt nahe, hierfür Aktien- oder Renten-Indices zu verwenden. Erst wenn beispielsweise die Kursentwicklung eines Aktien-Depots aufgrund der Anlageberatung über mehrere Jahre hinweg günstiger ist als die Entwicklung des amtlichen Aktienindex¹⁾ (oder eines "privaten" Index, etwa FAZ-, SZ- oder Hardy-Index), kann dem Anlageberater ein Beratungserfolg bescheinigt werden. Konsequenterweise müsste allerdings noch die Kursbewegung auf ausländischen Kapitalmärkten mitverglichen werden. Schwieriger abzusehen ist der Erfolg bei der Beratung von Spekulanten wegen der häufigeren Depotbewegungen und der Schwierigkeit, den zur Spekulation im Durchschnitt eingesetzten Betrag zu ermitteln. Dennoch müsste auch hier der Erfolg der Beratung am amt-

1) "Index der Aktienkurse", der vom Statistischen Bundesamt errechnet wird und unter anderem im Kapitalmarkt-Teil der Monatsberichte der Deutschen Bundesbank veröffentlicht wird.

lichen Aktienindex oder an einem Index der 20, 50 oder 100 in einem bestimmten Zeitraum erfolgreichsten Aktien gemessen werden.

Hier erhebt sich jedoch die grundsätzliche Frage, ob es für die Kreditbank sinnvoll ist, bei ihrer Anlageberatung in erster Linie den grösstmöglichen materiellen Erfolg der Kundenanlage als Mittel zur Zielerfüllung - Zufriedenheit der Kunden - anzustreben. Dieses Streben wäre in der Praxis nur dann vertretbar, wenn unterstellt werden könnte, dass der wirtschaftliche Erfolg der Anlage für die meisten Kunden das ausschlaggebende Kriterium für die Beurteilung der Anlageberatung einer Bank ist und dass ferner die Banken mit hoher Wahrscheinlichkeit diesen Beratungserfolg tatsächlich erreichen können.

Die Darstellung der personellen Voraussetzungen für die Durchführung der Anlageberatung (vgl. S. 44 ff.) und die Schilderung der Schwierigkeiten, die bei erfolgreicher Anlageberatung gemeistert werden müssten (S. 52 ff.), liessen jedoch erkennen, dass dieser Weg zur Zielerfüllung unter den realen Gegebenheiten von den meisten Banken nicht eingeschlagen werden kann. Da ohnehin fast alle Kunden auf eine exakte Erfolgskontrolle der Anlageberatung verzichten¹⁾, steht es der Bank frei, diese im Regelfall unerfüllbare Methode der Zielerfüllung nur subsidiär oder "pro forma" einzusetzen.

Akzeptiert man die Tatsache, dass viele Kunden auch dann mit der Anlageberatung der Bank zufrieden sind, wenn diese den Kunden nur zu mittelmässigen wirtschaftlichen Erfolgen bei der Anlage verholfen hat, so liegt es nahe, sich für die Faktoren zu interessieren, die trotz fehlen-

1) Vgl. Fussnote auf S. 105.

der oder geringer materieller Anlageerfolge Unzufriedenheit der Kunden verhindern. Die Betrachtung emotioneller Vorgänge zwischen Kunden und Anlageberatern bzw. zwischen Kunde und "Bank" wird dabei unumgänglich. Somit verlässt die Untersuchung den engeren Bereich wirtschaftswissenschaftlicher Betrachtung und greift auf Gebiete der Psychologie über.

B. Die "subjektbezogene" Methode der Zielerfüllung

Der erste Punkt dieses Kapitels soll zunächst der Beschreibung dieser Methode dienen.

1. Das Wesen der subjektbezogenen Methode

Von einer "subjektbezogenen" Methode der Zielerfüllung kann dann gesprochen werden, wenn der Anlageberater versucht, durch Berücksichtigung der Individualität jedes einzelnen Kunden bei der Anlageberatung das Höchstmass an Zufriedenheit mit der Leistung der Bank bei der Kundschaft zu erreichen.

Dabei führen sehr verschiedenartige Wege zur Zufriedenstellung der Kunden, wobei die Erzielung eines möglichst hohen materiellen Erfolges der Anlage nur noch als ein wichtiger Weg unter vielen anderen von Bedeutung ist.

2. Das Vertrauen als Element der Anlageberatung

In diesem Abschnitt sollen die Ursprünge des Vertrauens zwischen Kunden und Anlageberatern untersucht werden, das für eine den Kunden zufriedenstellende Beratung unentbehrlich ist.

Hierzu sei bemerkt, dass das Vertrauen, das die Bank seitens der Kundschaft genießt¹⁾, vom Kunden vorbehalt-

1) Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.200: "... the integrity and reputation of an investment firm is of paramount importance to investors."

los auch den einzelnen Mitarbeitern der Bank entgegengebracht wird. Diese Haltung ist natürlich und verständlich, denn es würde der Vernunft und der Lebenserfahrung widersprechen, dass solide und vertrauenswürdige Kreditinstitute Personen mit fragwürdigem Charakter beschäftigen. Es ist also festzuhalten, dass Anlageberater einer angesehenen Bank gewöhnlich nicht erst das Vertrauen der Kunden gewinnen müssen, sondern dieses von vornherein besitzen.¹⁾

Gelingt es dem Anlageberater, grobe sachliche Fehler in der Beratung oder grobe Fehler in seinem persönlichen Verhalten zu vermeiden, so bleibt ihm das Vertrauen des Kunden erhalten. Der Kunde wird bei dieser Lage auch keinen Anlass finden, mit der Leistung der Bank unzufrieden zu sein. Das Ziel der Anlageberatung, die Kunden zufriedenzustellen, scheint somit auf unkomplizierte Weise verwirklicht werden zu können.

3. Die Beziehung Kunde - Anlageberater

Der Kunde sieht im Anlageberater vor allem den "Fachmann", der umfassend über alle Probleme seines Fachgebietes, der Kapitalanlage, unterrichtet ist und über aktuelle Informationen verfügt. Der Kunde vertraut, dass der Anlageberater sein Wissen an den zu beratenden Kunden weitergibt, da ihm ein Verschweigen keinen erkennbaren Vorteil bringen würde. Ferner weiss der Kunde, dass der Anlageberater als Angestellter der Bank nicht unmittelbar an hohen Effekturnumsätzen des Kunden interessiert ist; der

1) Erschwert ist die Position der Anlageberater unter Umständen in kleineren Zweigstellen oder in neugegründeten Instituten, die ein gewisses Mass an Misstrauen bei ihren Kunden überwinden müssen.

Kunde könnte sogar annehmen, dass dem Anlageberater durch Kauf- oder Verkauf-Aufträge unerwünschte Arbeit entsteht. Somit fühlt sich der Kunde nie zu Aufträgen gedrängt, was in hohem Masse zu einer gelockerten Atmosphäre bei der Anlageberatung beiträgt. Der Anlageberater wird das Vertrauen der Kunden geniessen, solange er der von ihm erwarteten Rolle als Fachmann gerecht wird. Es leuchtet ein, dass ein hohes Mass an Allgemeinbildung und persönlicher Gewandtheit die Stellung des Anlageberaters als Fachmann stärken wird.¹⁾ Fehlen diese Qualitäten, so müssen sie durch andere Eigenschaften, etwa persönlichen Charme oder gesellschaftliches Ansehen, das durch Alter, akademische Titel, innerbetriebliche Rangstellung u.ä. entstehen kann, ersetzt werden. -

Unter den bereits skizzierten (S. 34 ff.) drei Kundentypen - Anlegern, Spekulanten, Spielern - begegnet der Anlageberater dem weiten Spektrum menschlicher Individualität. Eine Typisierung der Kundschaft der Anlageberater wäre damit nahezu gleichbedeutend mit einer Typisierung der menschlichen Gesellschaft. Es soll daher hier nur versucht werden, einige häufig wiederkehrende Verhaltensweisen der Kunden aufzuzeigen.

Sehr häufig versuchen die Kunden, den Anlageberater dazu zu bewegen, ihnen die Entscheidung für eine bestimmte anlagedisposition abzunehmen. Der Kunde will nicht selbständig aufgrund der vom Anlageberater dargelegten

1) Vor allem der Gewandtheit und Anpassungsfähigkeit des Anlageberaters kommt grösste Bedeutung zu, da der Kundenkreis fast aller Kreditbanken in den letzten Jahren immer heterogener geworden ist und ein unelastischer Anlageberater den krassen Unterschieden in der sozialen Schichtung der Kundschaft nicht gerecht werden könnte.

Fakten eine Entscheidung fällen, sondern versucht, den Anlageberater zu bewegen, ganz konkrete Dispositionen anzuraten.

Es wurde bereits dargelegt, wie schwierig es ist, künftige Kursentwicklungen annähernd richtig vorherzusagen. Der erfahrene Anlageberater wird daher immer versuchen, die endgültige Anlageentscheidung dem Kunden zu überlassen.¹⁾ Dies ist der sicherste Weg, bei Fehlschlägen der Anlage Vorwürfe des Kunden zu vermeiden und die vertrauenschenkende Position als "Fachmann" nicht zu gefährden. Es ist für den Anlageberater meist vorteilhafter, vom Kunden den stillen oder auch ausgesprochenen Vorwurf zu ernten, in der Beratung zu wenig konkret zu sein, als ihm Gelegenheit zu geben, den Anlageberater für nachteilige Dispositionen moralisch verantwortlich machen zu können.

Eine Variante dieses Bestrebens, vom Anlageberater konkrete Dispositionsempfehlungen zu erhalten, ist die "Sucht" mancher Kunden nach sogenannten Tips.²⁾ Da Wertpapierkäufer lieber von spektakulären Erfolgen als von Verlusten sprechen, findet bei vielen Leuten der Glaube an 'traumhafte' Gewinnmöglichkeiten auf dem Effektenmarkt immer wieder neue Nahrung. Vom Anlageberater erwarten sol-

1) Obst-Hintner, a.a.O., S.702: "Die Entscheidung aber muss der Kunde selbst fällen." Ferner Weinstein, Bernd P., a.a.O., S.49.

2) "Der Anlageberater, wie er gebraucht wird, gibt keine 'Tips' für Spekulationen." Baehring, Bernd: Die wahre Geldanschauung, 2.Auflage, München 1966, S.65. - Vgl. ferner Müller, Gerhard, Löffelholz, Josef: Bank-Lexikon, 5.Auflage, Wiesbaden 1963, S.926.

che Kunden nun Hinweise auf aussergewöhnliche Gewinnchancen. Es ist nicht immer leicht für den Anlageberater, den Kunden den Glauben an seine Prophetengaben und damit die Hoffnung auf aussergewöhnliche Gewinne zu nehmen. Ein Hinweis auf die Kursstürze, die starken Kurssteigerungen oft folgen (NSU, VW, Erdgas-Hausse, Luft-hansa), kann den Kunden in vielen Fällen jedoch zu einer besonneneren Einstellung bekehren.

Eine vorsichtig-konservative Anlageberatung ist nach den bisherigen Ausführungen für den grössten Teil der Kunden deutscher Kreditbanken die auf lange Sicht beste Form der Anlageberatung. Der Anlageberater muss sich jedoch hüten, risikofreudige Kunden oder Kunden, die für bestimmte Werte oder bestimmte Anlageformen eine Vorliebe entwickelt haben, allzusehr dahingehend zu beeinflussen, ihre Anlage nach dem Prinzip der Vorsicht umzugestalten.

Es zeigt sich nämlich nicht selten, dass Kunden Börsengeschäfte als eine Art von weltmännischem Vergnügen auffassen und die Freude, sich an dieser spannenden Einrichtung beteiligen zu können, höher zählen als den finanziellen Erfolg aus diesen Geschäften.¹⁾ Damit kommt ein schwer abzuschätzender irrationaler Faktor in die Betrachtung der Anlageberatung.

Der Anlageberater muss sich ferner auf die "psychische Bindung" des Kunden an seine Anlage, die er durch die Beschäftigung mit den Daten der einzelnen Gesellschaften, vielleicht auch durch Besuch der Hauptversammlungen, Betriebsbesichtigungen, Verwendung der Erzeugnisse einer Gesellschaft u.ä. gewonnen hat, einstellen. Wahrscheinlich

1) Vgl. Somary, Felix: Bankpolitik, Tübingen 1934, S.295.

würden einzelne Kunden den Anlageberater gleichsam als "Spielverderber" betrachten, wenn er allzu nachdrücklich ohne sehr handfeste Gründe zur Veräusserung solcher "Lieblingsswerte" des Kunden raten würde.

Dieses Phänomen, dass Aktionäre und in gewissem Masse auch die Inhaber festverzinslicher Wertpapiere eine starke emotionale Bindung an "ihr" Unternehmen entwickeln können, wird von vielen Gesellschaften bewusst gepflegt und genützt. Führend in der Pflege der sogenannten "shareholder-relations" sind - wie auf fast allen Gebieten des Effektenwesens - die USA. Die "subjektbezogene" Methode der Zielerfüllung muss berücksichtigen, dass Effektenanlagen manchmal für den Anleger den geschilderten "Hobby-Charakter" annehmen können.

Die unterschiedlichen Temperamente der Kunden verlangen ebenfalls vom Anlageberater ein differenzierendes Verhalten.¹⁾ Der zurückhaltende und übervorsichtige Rentensparer reagiert unter Umständen erfreut auf eine kleine Ermunterung, einmal das Risiko eines Aktienkaufs einzugehen. Umgekehrt bedeutet es eventuell dem wagemutigen Spekulant eine willkommene Selbstbestätigung, wenn er sich über behutsame Mahnungen des Anlageberaters zur Vorsicht "kühn" oder leichtsinnig hinwegsetzen kann. In jedem Fall kommt es darauf an, dass der Anlageberater nicht hartnäckig seine Ansichten vertritt.²⁾ Er hat mit seinen Hinweisen seine Schuldigkeit als Berater getan, eine Erziehungsfunktion steht ihm nicht zu.

1) Vgl. Bellemore, Douglas H., a.a.O., S.855 ff.

2) Macklot, Michael (Herausgeber): Der unfehlbare Weg, Vermögen zu erwerben und wohl damit umzugehen, Karlsruhe 1766, S.13: "Gewöhnlich ist es bey allen Wissenschaften, die noch nicht veraltet und deren Grundsätze noch nicht allgemein bekannt sind, dass sie jeder nach seinen Absichten und Leidenschaften eingerichtet wissen, und davor angesehen seyn will, sie zu verstehen, wenn er gleich noch ziemlich fremd darinnen ist. Vielleicht geschieht dieses nur aus dem Grunde, weil man oft nach einer despotischen Eigenliebe davor hält, ein andrer, gegen den man Recht behalten will, wäre seiner Sache nicht gewiss."

4. Anpassungsvorgänge zwischen Kunden und Anlageberatern

Das intensive Eingehen auf die Persönlichkeit des Kunden, das bei der "subjektbezogenen" Methode der Zielerfüllung zu fordern ist, wird im Nebeneffekt dazu führen, dass die Ansichten und Handlungen der Kunden Rückwirkungen auf die Meinung der Anlageberater haben werden. Vor allem Stimmungen, die ja das Börsengeschehen sehr stark beeinflussen können, breiten sich unter Umständen auf diesem Weg rascher aus. Durch die Versuche Rosenthals¹⁾ ist die Übertragbarkeit solcher Stimmungen, auch wenn sie rational nicht untermauert sind, bewiesen. Da die Anlageberater vor den meisten grösseren Anlagedispositionen von der Kundschaft befragt werden, können durch die Wirkung der Anlageberater solche Stimmungen weite Kundenkreise erfassen. Übersteigerte Hausse- oder Baisseentwicklungen sind manchmal nur mit diesem Phänomen der wechselseitigen Beeinflussung erklärlich.

Daraus ist abzuleiten, welch grossen Einfluss die Anlageberater in ihrer Gesamtheit haben. Allein schon durch geringfügige Anzeichen, wie Nuancen der Tonlage, Mimik usw., kann der Anlageberater "wirken", d.h. die Stimmung der Kunden beeinflussen.

Es zeigt sich allerdings, dass ein Anlageberater in um so geringerem Masse Stimmungen anheimfallen wird, je besser seine Fähigkeiten zu selbständigem Urteilen entwickelt sind.²⁾ Somit müssen auch bei der "subjektbezoge-

1) Vgl. Koestler, Arthur: Die Seele neu entdeckt, in: Die Zeit, 19/1961, S.12.

2) Dies gilt in gleicher Weise für die Kunden. Benesch, Helmuth: Wirtschaftspsychologie, München, Basel 1962, S.66: "Der Kunde wird ... als Käufer von Wertpapieren in die typische Massensituation gedrängt, in der er Tatbestände bewerten soll, die ihm nur im geringen Grade oder gar nicht zugänglich sind. Dadurch wird er abhängig von gängigen Vorurteilen, summarischen Urteilen,

nen" Methode der Zielerfüllung die auf S. 44 ff. geschilderten personellen Voraussetzungen erfüllt sein.

5. Die Kundenkartei als Hilfsmittel bei der subjektbezogenen Methode der Zielerfüllung

Die vorangegangenen Ausführungen haben erkennen lassen, dass die subjektbezogene Methode der Zielerfüllung ohne genaue Kenntnis der Persönlichkeit des zu beratenden Kunden und seiner Vermögensverhältnisse nicht zufriedenstellend praktiziert werden kann. Es ist daher für den Anlageberater wichtig, über die Kunden und ihre Vermögensverhältnisse möglichst präzise und umfangreiche Informationen zu gewinnen und die Wünsche, Meinungen und Pläne des Kunden, die er in der Vergangenheit bei Beratungsgesprächen geäußert hat, im Gedächtnis zu behalten. Bei einem grösseren Kundenkreis ist es nur mit einer sinnvoll geführten Kundenkartei möglich, die Summe der Einzelinformationen für die Anlageberatung verfügbar zu machen. Zudem ermöglicht die Kundenkartei eine der Persönlichkeit des Kunden entsprechende Fortführung der Anlageberatung auch dann, wenn der bisherige Anlageberater nicht mehr zur Verfügung steht.

In der Kundenkartei sollte jedes Beratungsgespräch - selbst kurze Telefongespräche - mit Datum und Inhalt in Stichworten festgehalten werden. Dadurch sind für künftige Beratungsgespräche Anknüpfungspunkte gegeben.

Ferner kann der Anlageberater mit der Kundenkartei mühelos den Umfang seiner Beratertätigkeit belegen.

Schlagworten, ...". Ähnlich Leiskow, Hanns: Spekulation und öffentliche Meinung in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts, Jena 1930, S.16.

C. Gegenüberstellung der beiden Methoden der Zielerfüllung

Die bisherigen Darlegungen haben ergeben, dass ein Anlageberater, der sich der subjektbezogenen Methode der Zielerfüllung bedient und durch Lektüre von Informationsdiensten¹⁾, Wirtschaftsmeldungen, Wertpapieranalysen²⁾ u.ä. die erforderlichen Informationen in vorbereiteter Form empfängt, mit grosser Wahrscheinlichkeit einen breiteren Kundenkreis zufriedenstellen kann als ein Anlageberater, der allein den grösstmöglichen wirtschaftlichen Erfolg der Anlage anstrebt. Zudem erfordert die subjektbezogene Methode der Anlageberatung keinen höheren Zeitaufwand und kann auch von Anlageberatern mit geringerem Fachwissen zufriedenstellend durchgeführt werden.

Die Begründung für dieses bei einem wirtschaftlichen Vorgang unerwartete Ergebnis liegt darin, dass die subjektbezogene Methode direkt und im Moment der Beratung darauf abzielt, den Kunden mit der Anlageberatung zufriedenzustellen.

Versucht der Anlageberater durch seine beratende Einwirkung auf den Kunden dagegen, den wirtschaftlichen Erfolg der Anlage optimal zu gestalten, so kann das dazu führen, dass der eigene Wille des Kunden zurückgedrängt wird.

-
- 1) Vgl. ohne Verfasser: Informationsdienste - so und so, in: Beiheft zu Der Volkswirt, 7/1961, S.49 ff.
 - 2) Z.B. der Wochendienst des Institutes für Bilanzanalysen, Frankfurt, die Veröffentlichungen des Hoppenstedt-Verlags, Darmstadt, Branchenanalysen der Zeitschrift Das Wertpapier. - Die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (DVFA) bemüht sich um Festlegung einheitlicher Begriffe für die Wertpapieranalyse. Vgl. Capital, 8/1967, S.16. - Aus Kostengründen kann es für kleinere und mittlere Kreditinstitute ratsam sein, grundsätzlich auf eigene Wertpapieranalysen in grösserem Umfang zu verzichten. Hauck, Michael: Sorgfältige Effektenanalyse schafft

Zudem wird sich der Erfolg der Anlageberatung vielfach erst nach Jahren ermitteln lassen - strenggenommen immer erst nach Veräusserung der erworbenen Anlageobjekte. Es leuchtet ein, dass es einem Anlageberater, der in seinem Bemühen, den Kunden zufriedenzustellen, diesen zweiten Weg beschreitet, selbst im Falle zutreffender Beratung unter Umständen erst nach Jahren gelingt, den Dank und die Zufriedenheit des Kunden zu gewinnen. Die am materiellen Erfolg der Anlageberatung orientierte Methode der Zielerfüllung ("objektiv-rationale Methode") könnte daher als ein mehr langfristiger Weg zur Zielerfüllung bezeichnet werden; sie gewinnt für die Kunden um so grössere Bedeutung, je stärker diese auf die Einkünfte aus ihren Anlagen angewiesen sind. Diese Methode ist also vorwiegend bei Grosskunden einzusetzen. Sie hat daneben als wesentliches Element der subjektbezogenen Methode grosse Bedeutung.

Für die Mehrzahl der Beratungsfälle wird die Bank jedoch die subjektbezogene Methode als günstigen Weg zur Zielerfüllung einschlagen. Diese Methode ermöglicht es, auf die, manchmal sonderbaren, Wünsche und Vorstellungen der Kunden weitestmöglich einzugehen. Sie ist somit in stärkerem Masse "kundenorientiert" und dürfte sich daher bei dem schärfer werdenden Wettbewerb auf dem Anlage-sektor letztlich durchsetzen.

Vertrauen, in: Beiheft zu Der Volkswirt, 44/1964, S.35: "Es sei hier darauf hingewiesen, dass für die Banken die Analysenabteilungen eine kostspielige Investition darstellen, ...".

VII. Die Haftung der Kreditinstitute für die Raterteilung

Nach Leitner¹⁾ tritt eine Haftung dann ein, "wenn der Rat Erteilende die Garantie für die Richtigkeit übernimmt, oder vertragsmässig eine Verpflichtung zur Sorgfalt vorliegt, gegen welche er verstösst. Eine solche vertragsmässige Verpflichtung besteht, ..., in jedem Fall für den Bankier, und zwar als Bestandteil bzw. Nebenleistung eines anderen Vertragsverhältnisses." Nach einer Entscheidung des Reichsgerichts²⁾, auf die sich Leitner stützt, haftet die Bank nicht nur für vorsätzlich falsche, sondern auch für fahrlässig unrichtige Raterteilung.³⁾ Es spielt dabei keine Rolle, ob die Raterteilung eine Hauptverpflichtung ist oder nur als unselbständige Nebenverpflichtung anzusehen ist.⁴⁾

Diese Haftung würde die Anlageberatung der Banken praktisch lahmlegen, weil keine Bank mehr den Mut zu einer konkreten Raterteilung hätte. Die Haftung wird daher sinnvollerweise in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Banken ausgeschlossen (sog. Freizeichnungsklausel).

Da die fachliche Mindestqualifikation eines Anlageberaters nicht definiert ist, können Banken praktisch auch nicht für die Auswahl der Berater haftbar gemacht werden.⁵⁾

- 1) Leitner, Friedrich: Das Bankgeschäft und seine Technik, 4.Auflage, Frankfurt 1920, S.100.
- 2) Entscheidung des Reichsgerichts, II. Zivil-Senat, vom 27.2.1903, II 371/o2, mitgeteilt im Bankarchiv, 8/1903.
- 3) Vgl. auch Koch, Arwed: Banken und Bankgeschäfte unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsverhältnisse, Jena 1931, S.307.
- 4) Vgl. Leitner, Friedrich, a.a.O., S.102.
- 5) Vgl. Herold, H., Lippisch, W.: Bank- und Börsenrecht, 2.Auflage, Berlin, Frankfurt 1962, S.42 ff.

VIII. Die Qualität der Anlageberatung deutscher Kreditbanken

A. Erklärung zur Untersuchungsmethode

Es ist ein nahezu undurchführbares Vorhaben, etwas so wenig Fassbares wie die Anlageberatung qualitativ zu beurteilen. Um dafür eine Ausgangsbasis zu gewinnen, wurden vom Verfasser bei Banken und deren Anlageberatern Auskünfte über besondere Ausbildungsmassnahmen und über die Art der Durchführung der Anlageberatung eingeholt. Wie kaum anders zu erwarten, wurde dabei meist ein gegenüber der Realität stark beschönigtes Bild entworfen. Um realistischer darstellen zu können, wie die Anlageberatung üblicherweise in der Bundesrepublik praktiziert wird, hat der Verfasser darüber hinaus eine grössere Anzahl von Bankangestellten, die nicht in der Effektenabteilung beschäftigt waren, und Teilnehmern an Bankseminaren der Universitäten München und Frankfurt, die eine Banklehre absolviert haben, über ihre Einblicke in die Praxis der Anlageberatung befragt. Dadurch gelang es, aus etwa vierzig Einzelauskünften ein hinsichtlich Geschäftsumfang und Standort der erfassten Institute verhältnismässig differenziertes Bild zu gewinnen.

B. Befragungsergebnisse und Folgerungen

Es hat sich gezeigt, dass eine Spezial-Ausbildung zum Anlageberater innerhalb der Banken nicht vorgenommen wird. Auch ausserhalb der Banken gibt es keine Einrichtungen, die eine spezifisch für Anlageberater zugeschnittene Ausbildung vermitteln.

Die Anlageberater sind in aller Regel in die Abwicklung des laufenden Geschäftsbetriebes einer Effektenabtei-

lung in führender Stellung eingeschaltet. Die Anlageberatung ist damit für die meisten Anlageberater nur eine von mehreren anderen, teils ebenfalls sehr verantwortungsvollen Tätigkeiten. Daher ist es verständlich, dass das Interesse an der Anlageberatung nicht immer sehr gross ist, weil die für die Vorbereitung und Durchführung der Anlageberatung aufgewendete Zeit keine unmittelbar sichtbaren Resultate hinterlässt.

Auf eine systematische Vermittlung der für die Anlageberatung wünschenswerten Kenntnisse wird verzichtet, mit der Begründung, dass die Tätigkeit in der Effektenabteilung die nötige Verbindung zum aktuellen Börsengeschehen schaffe und das Beispiel der als Anlageberater tätigen Kollegen die wirksamste Ausbildungsform darstelle.

Da nur wenige Bankangestellte in der Lage sind, selbständige Gedanken über die optimale Gestaltung der Anlageberatung zu entwickeln und diese Gedanken auch durchzusetzen, liegt die Vermutung nahe, dass bei der in der Bundesrepublik üblichen Handhabung Änderungen in der Durchführung der Anlageberatung bei den einzelnen Instituten nur schwer durchsetzbar sind. Etwa vorhandene Mängel bekommen dadurch Dauercharakter.

Einige der am häufigsten in der Anlageberatung deutscher Kreditinstitute anzutreffenden Mängel bestehen in Ausbildungslücken der Anlageberater auf dem Sektor der allgemeinen Volkswirtschaftslehre und - teilweise als Folge davon - in der Unkenntnis ausländischer Kapitalmärkte bzw. in der Missachtung des engen Zusammenhanges der Kapitalmärkte der westlichen Industriestaaten. Da Volkswirtschaftslehre in den Schulen nicht gelehrt wird und auch die Berufsschulen auf diesem Gebiet nur sehr oberflächliche Kenntnisse

vermitteln, ist es Aufgabe einer verantwortungsvollen Bankleitung, das für die Anlageberatung eingesetzte Personal entweder von Fall zu Fall über die laufenden Entwicklungen der Volkswirtschaft zu informieren oder den Anlageberatern die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge soweit nahezubringen, dass sie zu einer einigermaßen zutreffenden Lagebeurteilung befähigt werden.

Neben Mängeln der fachlichen Qualifikation ist ferner das Fehlen einer systematischen Schulung in der Kunst der Kundenbehandlung festzustellen.

Es ist heute für die Industrie selbstverständlich, Vertreter oder Kundenberater in besonderen Kursen auszubilden. Man hat erkannt, dass die Fähigkeit, sich rasch auf verschiedenartige Menschen einzustellen, erlernbar ist. Zahlreiche häufige Fehler oder Ungeschicklichkeiten, die zu einer Verärgerung, Verstimmung oder Ablenkung des Gesprächspartners führen, können bei richtiger Anleitung erkannt und abgelegt werden.¹⁾

Beim Versuch, von den Kunden eine Beurteilung der Anlageberatung der Kreditbanken zu erhalten, wurden von befragten Anlagekunden²⁾ besonders häufig persönliche Eigenschaften und Verhaltensweisen der Anlageberater kritisiert. Bei zahlreichen Kunden war der Eindruck entstanden, der Anlageberater wisse "auch nicht mehr als der Kunde selbst" bzw. er widme sich nicht mit der nötigen Sorgfalt den Anla-

-
- 1) Vgl. u.a. Stangl, Anton: Motive, Kunden und Geschäfte - Psychologisch richtig verhandeln, Stuttgart 1962, S.59 ff; Koschorek, Gerhard: Verkaufen will gelernt sein, Düsseldorf 1961; Bender, James F.: Hohe Schule des Verkaufens, Düsseldorf, Wien 1963.
- 2) Der Verfasser hat 1966 86 Personen, die bei Kreditbanken ein Wertpapierdepot unterhielten, folgende Fragen vorgelegt:
1. Lassen Sie sich in der Regel vor dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren von der Bank beraten? 47 ja, 18 nein, 21 unentschieden.
 2. Sind Sie mit der Anlageberatung ihrer Bank zufrieden? 32 ja, 23 nein, 31 unentschieden.

geproblemen der Kunden. Dieser Vorwurf der mangelnden Betreuung versteckt sich auch hinter Formulierungen, die den Anlageberater als "eingebildet", "arrogant" u.ä. charakterisieren.¹⁾

Bemerkenswert ist, dass nur knapp ein Viertel der befragten Personen einmal im Jahr den Erfolg ihrer Anlage ermitteln. Aus diesem Verhalten kann geschlossen werden, dass einer Anlageberatung, die vorrangig den grösstmöglichen wirtschaftlichen Erfolg der Anlage erstrebt, für diese Bemühung nur von verhältnismässig wenigen Kunden Anerkennung gezollt wird.

Es ist allerdings hervorzuheben, dass die befragten Personen keinen repräsentativen Querschnitt der Depotkundschaft der Kreditbanken darstellen. Zudem brachte das Jahr 1966, in dem die Befragung vorgenommen wurde, besonders starke Kursrückgänge, so dass eine atypische negative Beurteilung der Anlageberatung durch die Kunden naheliegt.

3. Warum sind Sie (nicht) zufrieden?

4. Ermitteln Sie einmal im Jahr den genauen Erfolg (Kursgewinne, Zinsen und Dividenden, Bezugsrechte) Ihrer Kapitalanlage? 58 nein! 19 ja, 19 unentschieden.

- 1) Inwieweit hierbei allgemeine Vorurteile gegenüber Banken auf einzelne Bankangestellte übertragen wurden, bleibt offen. Interessant ist in diesem Zusammenhang eine Analyse der Firmenpersönlichkeit der Dresdner Bank und der Bayerischen Staatsbank sowie die Auswertung amerikanischer Untersuchungen durch Bergler. "Wenn auch gegenwärtig noch keine Veröffentlichung zur psychologischen Diagnose der Vorstellungen vorliegt, die in Westdeutschland mit dem Bankgewerbe in Verbindung gebracht werden, so" könnte man doch, mit aller Vorsicht, "zusammengefasst folgendes sagen: Eine Bank wird schwerpunktmässig als eine Institution, eine Behörde, eine Art Amt erlebt. Die Angestellten solcher Institute erscheinen in der Rolle einer beamteten Autorität. Das allgemeine Fluidum erscheint Aussenstehenden als hochgestochen, luxuriös und anspruchsvoll, die Vorstellungen über die Funktionen und die Arbeitsweise bewegen sich im Rahmen des Unverständlichen, Mysteriösen und Beziehungslosen. Hinzu kommt, dass der gesamte psychologische Hintergrund von Banken als spekulativ, unsozial

Dennoch ist es überraschend, dass weniger als die Hälfte der befragten Anleger mit der Anlageberatung zufrieden waren, während die übrigen sich teils unentschieden und teils unzufrieden äusserten. .

In das Baissejahr 1966 fällt auch eine bemerkenswerte Kritik an der Anlageberatung der Kreditinstitute durch die Arbeitsgemeinschaft der Verbraucherverbände.¹⁾ Sie forderte mehr Sorgfalt bei der Beratung und eine bessere Ausbildung der Anlageberater.

C. Der Wandel der Anlageberatung in der Gegenwart

Durch ihre unangefochtene Spitzenstellung im deutschen Effektengeschäft waren die Kreditbanken bis vor wenigen Jahren zu besonderen Anstrengungen zur Zufriedenstellung der Kunden bei der Anlageberatung nicht gezwungen.

1. Der Einfluss neuer Konkurrenten der Kreditbanken auf dem Anlagesektor

Die Volksaktien-Aktionen (Preußag, VW, Veba, VEW) haben die Zahl der Wertpapiersparer gewaltig erhöht.²⁾ Kreditinstitute, die nicht der Gruppe Kreditbanken angehören, konnten dadurch auf breiter Front Eingang in das Effektengeschäft gewinnen. Zahlreiche in- und ausländische Investmentfonds (Ende 1966 rund 100) und Immobilien-

und teilweise auch als politisch erlebt wird. Solche Vorstellungen machen schliesslich auch verständlich, dass man sich als 'Normal-Sterblicher' als kalt und hochmütig behandelt fühlt." Bergler, Reinhold: Psychologie des Marken- und Firmenbildes, Göttingen 1963, S.31.

1) Vgl. ohne Verfasser: Verbraucher kritisieren Banken, in: FAZ vom 6.8.1966.

2) Vgl. Tabelle zur Depotstatistik, S.10.

fonds (etwa 40 Fonds von acht deutschen Gesellschaften¹⁾) eröffneten dem Bankkunden neue Anlagemöglichkeiten. Die Niederlassung amerikanischer Banken erleichterte den Zugang zum chancenreichen nordamerikanischen Effektenmarkt. Zudem bot der florierende Immobilienmarkt für den kapitalkräftigen Bankkunden jahrelang gute Möglichkeiten der Direktanlage.

Es ist nicht verwunderlich, dass bei der geschilderten Erweiterung des Angebots an Anlagemöglichkeiten der einzelne Anleger stärker umworben werden musste.²⁾ Ohne Zweifel hat die breite Masse der Bankenkundschaft erkannt, dass ihre Stellung sich verstärkt hat. Die Anstrengungen fast aller Banken, Gehaltskonten und kleine (Prämien-) Sparkonten zu bekommen, für Kleinkredite in Anspruch genommen oder etwa beim Erwerb der Volksaktien eingeschaltet zu werden, lassen die Kunden rasch erkennen, dass sie - wie fast überall - auch bei Banken zur Zeit in der Rolle des "Königs" sind.

Die veränderte Einstellung der Banken zur Kundschaft hatte naturgemäss auch Auswirkungen auf die Anlageberatung. Die Zahl der Beratungsfälle nimmt mit der vergrößerten Zahl der Effektenkunden zu. Die Sachkenntnis der neuen Kunden ist meist sehr gering, so dass bei sorgfältiger Beratung ein unverhältnismässig hoher Beratungsaufwand unvermeidbar

1) Vgl. Bergmann, Hans: Chancen und Risiken der Immobilienfonds, in: Das Wertpapier, 11/1966, S.830 ff.

2) Kaiser, Friedhelm: Brauchen unsere Banken ein anderes Image?, in: Die Absatzwirtschaft, 23/1966, S.1718:
"Bisher an vielen Stellen mit Eifer gepflegte Traditionen sind und werden durch präzise angebotene und verwirklichte und zudem aktuellbewegliche, neuartige Dienstleistungen erschüttelt. Mit diesem Stichwort mag bezeichnet werden, dass die Banken ganz anders als früher, - und zwar viel dynamischer - ihrer Kundschaft entgegenkommen müssen und wollen."

ist. Dennoch zwingen die Aktivität ausländischer Investmentfonds¹⁾, die dank ausreichend kalkulierter Provisionsspannen bei oft hoher Mindestabschlußsumme eine eingehende und individuelle Beratung durchführen können, sowie die verstärkten Bemühungen einzelner Privatbankiers um Ausdehnung ihres Effekengeschäfts alle Banken dazu, den Umfang und die Qualität der Anlageberatung anzuheben.

Es muss darauf hingewiesen werden, dass für die starke Ausdehnung des Zweigstellennetzes der Banken in den letzten Jahren²⁾ nicht immer geeignete Spezialisten oder universell ausgebildete Bankkaufleute zur Verfügung standen. Die Zahl der Angestellten, die Anlageberatungen durchführen, ist somit zwar stark gestiegen; die Zahl der zur vollen Zufriedenheit der Kunden tätigen Anlageberater dürfte jedoch relativ abgenommen haben.³⁾

Auf längere Sicht wird der Einfluss der neuen Konkurrenten der Kreditbanken zusammen mit der langfristig wohl zunehmenden Sparfähigkeit breiter Bevölkerungsschichten die

1) Angesichts der Leute für die Banken schon unangenehmen Erfolge der ausländischen Investmentfonds wirkt folgende Äusserung etwas anachronistisch: "Vorläufig wird sich das ansprechbare Interesse der deutschen Anleger für Auslandswerte naturgemäss weitgehend auf Aktien beschränken. Eine fühlbare Barriere ist hier vor allem der tatsächliche oder vermeintliche Mangel an Informationsmöglichkeiten über ausländische Aktiengesellschaften. ... Ein besonderes Verdienst kommt in dieser Hinsicht den Investmentgesellschaften zu. ... Die auf Grund sorgfältiger Analyse vorgenommenen Käufe der Kapitalanlagegesellschaften werden durch die regelmässigen Veröffentlichungen der Anlagelisten einem breiten Publikum bekannt und geben damit gewisse Anhaltspunkte für die Auswahl von Auslandsaktien bei einer Direktanlage". Mathiensen, Ernst: Grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen, in: Beilage zu Der Volkswirt, 43/1961, S.29.

2) Vgl. S. 77, Fn.1).

3) Vgl. Somary, Felix, a.a.O., S.296.

Banken veranlassen, der Anlageberatung erhöhte Aufmerksamkeit zu schenken.¹⁾ Es ist anzunehmen, dass die Anlageberatung vorwiegend im Sinne der hier "subjektbezogen" genannten Methode der Zielerfüllung verbessert werden wird. Des weiteren ist damit zu rechnen, dass sich die Initiative zur Inanspruchnahme der Anlageberatung stärker vom Kunden auf die Bank verlagern wird.

2. Der Einfluss des technischen Fortschritts auf die Anlageberatung

Die grossen Fortschritte, die auf den Gebieten der Datenübermittlung seit Ende des zweiten Weltkrieges auf breitem Feld erreicht wurden, wirken sich auch auf die Anlageberatung aus. Durch das Nachtflug-System der Post hat sich die Postlaufzeit zwischen den Bankplätzen in der Bundesrepublik auf einen Tag verringert. Das Selbstwähl-Fernsprechsystem vermittelt rasch und mühelos Gespräche im Inland sowie mit mehreren anderen Ländern. Nicht zuletzt ermöglicht es die moderne Vervielfältigungstechnik, auf schnellstem Wege Mitteilungen an einen grossen Empfängerkreis weiterzugeben.

Aus den aufgezeigten Entwicklungen lässt sich ein Wandel in der Übermittlung²⁾ der Anlageberatung aufzeigen, der jedoch auch auf die Anlageberatung selbst Einfluss hat: Der Kunde wird für die Bank leichter erreichbar, und umgekehrt kann der Kunde auch mit einer Bank eine Geschäftsverbindung unterhalten, die fern von seinem Wohnsitz tätig ist. Daraus lässt sich einmal ableiten, dass die Anlageberatung einzelner Institute verstärkt überregionale Bedeutung gewinnen

1) Vallengthin, Wilhelm, Mitglied des Vorstandes der Deutschen Bank AG., erklärte in einem Referat auf der XI. Kreditpolitischen Tagung der ZfK zum Thema "Kapitalmarkt und Börse nach der Aktienrechtsreform": "Wir werden uns in Zukunft stärker bemühen müssen, einen grösseren Teil der Geldkapitalbildung dem Wertpapiermarkt zuzuführen."
Sonderdruck der ZfK, Dezember 1965, S.4.

2) Vgl. S. 31 ff.

kann. Das wird tendenziell den Wettbewerb der Banken fördern. Zum anderen ist anzunehmen, dass eine hohe Reaktionsgeschwindigkeit seitens der Bank auf veränderte Situationen von der Kundschaft als wichtiger Wettbewerbsfaktor in der Anlageberatung gewertet wird. Schliesslich erleichtert die moderne Technik es den Banken, die Initiative bei der Anlageberatung nach eigenem Ermessen zu übernehmen, beispielsweise durch den Versand von Rundschreiben und Broschüren oder durch kurzfristige Erstellung von Depotauszügen mit Hilfe von Datenverarbeitungsanlagen, damit die Kunden angehalten werden, über eventuell vorteilhafte Umdispositionen im Depot nachzudenken. Dadurch können starke Beschäftigungsschwankungen in der Effektenabteilung ausgeglichen werden.

3. Der Einfluss des Gesetzgebers

Die zahlreichen staatlichen Massnahmen zur Förderung der Ersparnisbildung bei breiten Bevölkerungsschichten, die staatliche Förderung des Bausparwesens, die steuerliche Begünstigung von Versicherungsbeiträgen sowie die Auswirkungen des neuen Aktienrechts oder des Kuponsteuer-Gesetzes sind vom Anlageberater bei der Beratung mit zu berücksichtigen.

Die Fülle der sich daraus ergebenden Probleme und Fragen der Kunden erschwert die Anlageberatung sehr. Da die Banken jedoch im Prinzip die staatlichen Massnahmen zur Förderung der Vermögensbildung breiter Schichten begrüssen und zudem im Massengeschäft dem starken Konkurrenzdruck der Sparkassen ausgesetzt sind, können sie ihre Anlageberater von dem wohl überwiegend unrentablen Einsatz als Interpreten und Propagandisten der staatlichen

Förderungsmassnahmen nicht befreien. Es ist anzunehmen, dass dadurch die Konzentration der Anlageberater auf ihr eigentliches Beratungsfeld leidet.

4. Die spezielle Problematik der Anlageberatung beim Typ der Universalbank

Schon seit Jahrzehnten¹⁾ wird - in meist recht unpräziser Form - der Vermutung Ausdruck gegeben, dass eine Bank, die mit einem stark differenzierten Kundenkreis nahezu alle Arten von Bankgeschäften betreibt, in Interessenkonflikte geraten kann. Diese Interessenkonflikte müssen besonders bei der Anlageberatung erkennbar werden. Denn durch die Anlageberatung verfügt die Bank über ein vorzügliches Instrument zur Einwirkung auf die Kundschaft. Die Art der Handhabung dieses Instruments könnte Schlüsse zulassen, inwieweit diese Interessenkonflikte wirksam sind.

Das in Deutschland ständig zunehmende Interesse am nordamerikanischen Kapitalmarkt hat dazu geführt, dass heute einem grösseren Kreis von deutschen Wertpapierinhabern die anglo-amerikanische Organisationsform der Börsengeschäfte in weiteren Sinne vertraut ist. Diskussionen über die Vor- und Nachteile des Brokersystems²⁾ im Vergleich zum deutschen System des Wertpapierhandels mit der dominierenden Stellung der Universalbanken werden bei weiterer Expansion amerikanischer Institute in der Bundesrepublik sehr wahrscheinlich häufiger werden.

1) Vgl. u.a. Schär, Joh.Friedrich: Die Bank im Dienste des Kaufmanns, Leipzig 1910, S.23. - Somary, Felix, a.a.O., S.296. - Weber, Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken, 3.Auflage, München, Leipzig 1922, S.215 f.

2) Vgl. Waldthausen, Michael von: Handbuch des amerikanischen Stockbrokergeschäfts, Frankfurt 1963, S.15 ff.

Mehrere deutsche Banken haben zu dieser Frage bereits Stellung bezogen.¹⁾

Es ist anzunehmen, dass die belebte Diskussion über mögliche Beeinträchtigungen des Kundeninteresses beim Typ der Universalbank die Banken veranlassen wird, künftig bei der Anlageberatung alles zu unterlassen, was den Anschein einer Zurücksetzung des Kundeninteresses gegenüber den eigenen Interessen der Bank oder gegenüber den Interessen von Dritten erwecken könnte. Dennoch bleibt es angesichts der im dritten Teil dieser Arbeit vorgestellten Fülle von Konfliktsituationen zunächst fraglich, ob diese Absicht jemals voll befriedigend erfüllt werden kann.

1) Vgl. Commerzbank Aktiengesellschaft, Frankfurt:
Rund um die Börse 1966, Broschüre, Frankfurt
1966, S.32 ff.

Dritter Teil

Mögliche Interessenkonflikte bei der Anlageberatung

Da Banken Effektengeschäfte in der Regel als Kommissionär abwickeln, sind sie nach § 384, I HGB verpflichtet, "das übernommene Geschäft mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns auszuführen"; sie haben "hierbei das Interesse des Kommittenten wahrzunehmen".

Ein Interessenkonflikt liegt bei der Anlageberatung dann vor, wenn die Interessen des zu beratenden Kunden mit den Interessen der Bank oder Interessen von Dritten, auf die die Bank Rücksicht nehmen muss, nicht in vollem Einklang stehen.

Ehe auf die in der Gruppe Kreditbanken typbedingt auftretenden Interessenkonflikte im einzelnen eingegangen wird, muss hervorgehoben werden, dass die Feststellung bestehender Interessenkonflikte noch keine Aussage erlaubt, inwieweit diese Interessenkonflikte tatsächlich wirksam werden: Das Vorhandensein von Interessenkonflikten sagt noch nichts über deren Virulenz aus.

I. Das Wesen der untersuchten Interessenkonflikte

Es werden nur die speziell dem Typ der Universalbank innewohnenden Konfliktsituationen dargestellt, wobei anzumerken ist, dass Interessenkonflikte bei der Anlageberatung durchaus auch bei anderen Typen von Kreditinstituten oder bei Spezialinstituten auftreten können.

Die nachfolgenden Ausführungen beziehen sich vorwiegend auf den durch mittlere und grosse Kreditbanken repräsentierten Typ der Universalbank. Einige der dargestellten Konfliktsituationen treten bei kleineren Instituten nicht oder nur in abgeschwächter Form auf.

Interessenkonflikte, in die Anlageberater persönlich geraten können, wenn es ihnen möglich ist, durch entsprechende Empfehlungen eigene Spekulationen zu fördern,¹⁾ bleiben ausser Betracht, da sie nicht als typbedingte Interessenkonflikte anzusprechen sind.

II. Die Entstehungsbereiche der Interessenkonflikte

Nachstehend werden zunächst die Interessenkonflikte, geordnet nach den einzelnen Geschäftsbereichen der Bank, dargestellt.

Des weiteren wird gezeigt, dass die Interessenkonflikte nicht ausschliesslich unmittelbar aus der Geschäftsbeziehung zwischen Anleger und Bank herrühren. Zu Interessenkonflikten kann es vielmehr indirekt dadurch kommen, dass die Banken - letztlich zum eigenen Vorteil - auf mannigfache Weise auf die Interessen Dritter Rücksicht zu nehmen haben.

1) Zu dem Problem der sogenannten Beamtenspekulation vgl. Obst, Georg: Das Bankgeschäft, II. Band, 3. Auflage, Stuttgart 1919, S. 329 ff. - Engler, Georg W.: Vor Aktien wird gewarnt, München, Bern, Wien 1967, S. 259 ff.

A. Aus dem Passivgeschäft der Banken herrührende
Interessenkonflikte

1. Bei der Wahl der Einlageform entstehende
Interessenkonflikte

Das Interesse des Kunden ist darauf gerichtet, für seine Einlage bei einem bestimmten Liquiditätsgrad eine möglichst hohe Verzinsung zu erzielen.

Die Bank dagegen ist daran interessiert, den Zinsaufwand für Einlagen so gering wie möglich zu halten. Der Bank gelingt es, den Zinsaufwand vergleichsweise zu ermässigen, wenn Kunden real längerfristig verfügbare Mittel auf formal kurzfristige Konten einlegen. Zwar muss die Bank selbstverständlich damit rechnen, dass die Kunden die formell vereinbarte höhere Liquidität der Einlage tatsächlich nützen; dennoch wird sich insgesamt die Struktur der Einlagen für die Bank real verbessern, wenn Kunden ihre Einlagen formell kurzfristiger binden, als es ihrem wahren Liquiditätsbedürfnis entspricht.

Aus dem aufgezeigten Sachverhalt kann sich für die Bank bei der Beratung über die Wahl der für den Kunden geeignetsten Einlageform ein Interessenkonflikt ergeben: Er wird beispielsweise dann wirksam, wenn die Bank gegenüber dem Kunden Hinweise auf höherverzinsliche längerfristige Einlageformen unterlässt oder den Kunden nicht darüber aufklärt, dass er (gegen Zahlung von Vorschusszinsen) auch über Einlagen mit längerer Laufzeit vorzeitig verfügen kann.

Dass z.B. ein erheblicher Teil der Spareinlagen bei deutschen Kreditinstituten reif für die Umwandlung in Wertpapiervermögen ist, wird auch von Bankseite bestätigt.¹⁾

2. Bei der Umwandlung von Einlagen in andere
Anlageformen entstehende
Interessenkonflikte

Da für den Regelfall nicht unterstellt werden kann, dass Verkäufer und Käufer bzw. Emittent und Zeichner von Effekten Kunden der gleichen Bank sind, bedeutet der Erwerb von Wertpapieren durch einen Kunden der Bank (sofern nicht ein Tafelgeschäft vorliegt) für diese einen Abfluss liquider Mittel. Generell engt die Abnahme der Liquidität die Fähigkeit zur Kreditgewährung - der primären Ertragsquelle der Kreditbanken - ein.

Es ist denkbar, dass eine Bank in gewissen Situationen Empfehlungen an die Kundschaft, Guthaben oder eingeräumte Kredite für Wertpapieranlagen zu verwenden, mit Rücksicht auf die eigenen Liquiditätsinteressen unterlässt, obwohl sie die Aussichten auf dem Effektenmarkt günstig beurteilt.

1) Vgl. Forberg, Kurt: Referat zum Thema "Kapitalmarkt und Börse nach der Aktienrechtsreform", in: Sonderdruck der ZfK, Dezember 1965, S.12. - Ferner ohne Verfasser: Zwei Seelen in der Banken Brust, in: FAZ vom 11.11.1965.

3. Sonstige die Passivseite betreffende Interessenkonflikte

Bei Kapitalerhöhungen von Aktienbanken und bei der Emission von Bankschuldverschreibungen (Kassenobligationen)¹⁾ gelingt es einer Bank kaum, sich gegenüber der eigenen Kundschaft neutral zu verhalten. Es wäre paradox, wenn ein Kreditinstitut die eigenen Emissionen nicht für empfehlenswerte Anlagen hielte, und dementsprechend würde ein Institut seinem Ruf selbst schaden, wenn es von den eigenen Emissionen abraten würde.

Am deutlichsten sichtbar und wirksam wird diese Situation bei den gemischten Hypothekenbanken. Obwohl die Pfandbriefe dieser Institute wegen ihrer sehr langen Laufzeiten oft weniger günstige Anlageobjekte darstellen als beispielsweise Bundesanleihen oder Industrieobligationen, werden von den gemischten Hypothekenbanken vorrangig die eigenen Pfandbriefe zur Anlage empfohlen. Das Bestreben, die eigenen Emissionen im Publikum unterzubringen, führt nach Gerüchten in Münchner Bankkreisen beispielsweise dazu, dass bei gemischten Hypothekenbanken Zeichnungen der Kundschaft für festverzinsliche Wertpapiere anderer Emittenten manchmal in erheblich knapperen Quoten zugeteilt werden als bei den übrigen Instituten; als "Ersatz" würden die eigenen Pfandbriefe angeboten werden.

1) Nach dem Wegfall der Wertpapiersteuer (Frühjahr 1965) werden seit Herbst 1965 in der Bundesrepublik wieder Kassenobligationen emittiert.

B. Aus dem Aktivgeschäft und dem Dienstleistungsgeschäft der Banken herführende Interessenkonflikte

1. Das Kreditgeschäft als Konfliktquelle

Für die Betrachtung der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Anlageberatung sind vor allem die sogenannten Effektenkredite und das Kreditgeschäft der Banken mit an der Börse notierten Aktiengesellschaften von Bedeutung.

Kredite zum Erwerb von Wertpapieren - meist zur Finanzierung der Spekulation - sind für die Bank erwünschte Geschäfte, da sie neben den durch die Effektedeckung fast risikolosen Einnahmen aus dem Kreditgeschäft noch das Umsatzvolumen der Effektenabteilung erhöhen. Es wird daher einer Bank nicht leichtfallen, bei günstiger Liquiditätssituation den Kunden von Kreditengagements für Effektenkäufe abzuraten. Anders verhält es sich bei starker Liquiditätsverknappung: Die Bank wird dann versuchen, durch Einschränkung der Effektenkredite ihr Kreditvolumen zurückzuführen.

In beiden Situationen könnte die Bank ihre Interessen durch entsprechende Beratung wirksam verfechten.

Aktiengesellschaften sind für jede Bank so wichtige Kunden, dass daneben die Bedeutung des einzelnen Anlegers als Kunde stark zurücktritt. Auch in ihrer Gesamtheit werden die Anleger, da sie nicht wie die Aktiengesellschaft einen einheitlichen Willen ausdrücken können, wahrscheinlich weniger Rücksicht auf ihre

Interessen erfahren als diese.

Nicht nur die Aktiengesellschaften, sondern auch die jeweiligen Hausbanken haben in aller Regel Interesse an "guten" Aktienkursen der Gesellschaft. Die Kurshöhe und das sogenannte Kursbild (die Kursschwankungen während einer Periode) beeinflussen die Bereitschaft des Publikums, der Gesellschaft weiteres Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, nicht unerheblich. Auch die Aufnahme von Fremdkapital (Lieferantenkredite, Emission von Obligationen) kann vom Aktienkurs der Gesellschaft abhängen. Als Beispiel dazu kann die Situation dienen, in welche die Rheinischen Stahlwerke im Juli 1966 gerieten: Der Kurs war unter Pari gesunken; dadurch entstand Unruhe bei Aktionären und Geschäftspartnern des Unternehmens; Gerüchte über eine Liquiditätskrise liefen um.¹⁾ Erst eine Erklärung der Deutschen Bank festigte die Lage.

Um die eigenen Kredite an eine Aktiengesellschaft zu begrenzen und um die Umschuldung bzw. Umfinanzierung (kurzfristige Bankkredite in langfristige Verbindlichkeiten bzw. Aufnahme von Eigenkapital) nicht zu erschweren, kann eine Bank in Versuchung geraten, ratsame Verkaufsempfehlungen in der Anlageberatung nicht auszusprechen²⁾ bzw. sogar unangebrachte Kaufempfehlungen zu erteilen.

Inwieweit Interessenkonflikte dieser Art bei Banken tatsächlich wirksam werden, lässt sich extern nicht

-
- 1) Wegen solcher Gerüchte sah sich die Verwaltung der Rheinischen Stahlwerke genötigt, gegen einen Düsseldorfer Börsenmakler vorzugehen. Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 5.8.1966.
 - 2) Vgl. Milijewitsch, Miodrag: Kreditbank und Börse, Berlin, Wien 1934, S.98. - Brupbacher, Willy: Die Bedeutung der Kursentwicklung der eigenen Aktien für den Betrieb und die Kurspflege, Bern 1936, S.30 ff., 149, 152.

feststellen. Immerhin liegt die Vermutung nahe, dass die Grossbanken und bedeutende Regionalbanken bei der Anlageberatung in der aufgezeigten Weise auf das Kreditgeschäft Rücksicht nehmen müssen.

2. Das Emissionsgeschäft als Konfliktquelle

Im Emissionsgeschäft übernehmen es die Banken, emissionsfähigen Unternehmen über den Kapitalmarkt langfristiges Kapital zu beschaffen. Meist wird ein Konsortium mit der Emission betraut. Je nach Form des Konsortiums (Geschäftsbesorger, Kommissionär, Eigengeschäft) erhält die Bank eine Bonifikation, eine Provision oder die Spanne zwischen Übernahme- und Emissionskurs.¹⁾

Solange die Aufnahmebereitschaft des Kapitalmarktes gross ist, kann das Emissionsgeschäft ohne besondere Probleme abgewickelt werden: Gelingt es einer Bank nicht, ihre Konsortialquote im eigenen Kundenkreis zu placieren, so kann sie den Emissionsrest bei anderen Instituten unterbringen. Der Gewinn aus dem Emissionsgeschäft wird dadurch vielleicht etwas geschmälert, doch braucht die Bank ihre Kundschaft nicht nachdrücklich zum Erwerb der Emission einzuladen.²⁾

Anders stellt sich die Situation bei einem we-

1) Vgl. Hintner, Otto, a.a.O., S.90 ff.

2) Linhardt äussert die Auffassung, Banken würden "Werte eigener Emission mit Kursaussichten gerne halten, um hiervon mit Gewinn an ihre Kundschaft zu verkaufen. Daraus zeigt sich schon, dass Banken in ihrer Kundschaftsberatung nicht völlig un-

niger aufnahmefähigen Kapitalmarkt dar. Da keine Bank eine Beschneidung der begehrten Konsortialquoten riskieren möchte,¹⁾ kann es sein, dass Banken aus einer Emission wesentlich mehr Wertpapiere beziehen bzw. zugeteilt bekommen, als sie bei einer gegebenen Nachfragesituation im Kreise ihrer Kunden unterbringen können. Sofern ausserhalb des eigenen Kundenkreises die Emission nur mit erheblichen Abschlägen Abnahme finden kann, liegt es nahe, dass Banken in einer solchen Situation versuchen könnten, die Nachfrage durch entsprechende Beratung anzuregen, um auf diese Weise doch noch ihre Quote zu placieren.²⁾ Meist entschuldigt man auf Bankenseite dieses Vorgehen, bei dem "insider" baldige Kursverluste der Kunden voraussehen können, mit den "langfristig günstigen Aussichten" der empfohlenen Wertpapiere.

Es ist also festzuhalten, dass die Interessen der Bank beim Emissionsgeschäft so gelagert sein können, dass zumindest das "timing" bei der Ausübung von Bezugsrechten oder dem Erwerb von Neuemissionen in der Anlageberatung nicht so beachtet wird, wie es zur vollen Wahrung der Interessen der Kunden erforderlich wäre.³⁾ Vorübergehende oder dauerhafte Kursverluste sind für den Kunden die mögliche Folge.

Auch nach erfolgter Placierung einer Emission können die Interessen der Bank die Anlageberatung beein-

abhängig sein können." Linhardt, Hanns: Bankbetriebslehre, Band I: Bankbetrieb und Bankpolitik, Köln und Opladen 1957, S.122.

- 1) Vgl. Steinricke, B., Scholze, H.: Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, Berlin 1956, S.164.
- 2) Vgl. Schär, Joh. Friedrich, a.a.O., S.23. - Worret, Franz: Bankpolitik als Machtfrage, Berlin 1955, S.76.
- 3) Vgl. Somary, Felix, a.a.O., S.296. - Imhof, Franz: Die Wertpapieremission und ihre Beziehungen zum Wertpapierhandel, Dissertation Frankfurt 1959, S.89.

flussen. Die Börsenlage oder das Vorhandensein von Emissionsresten kann Interventionen zur Kurspflege notwendig machen.¹⁾ Eine Bank, die den Kurs eines bestimmten Papiers pflegt, ist in der Regel daran interessiert, möglichst wenig "Material" zur Stützung des Kurses übernehmen zu müssen. Aus diesem Grund ist es wenig wahrscheinlich, dass eine Bank zum Verkauf von Wertpapieren raten wird, für die sie selbst Kurspflege vornimmt.²⁾

3. Beteiligungen und Eigenbestände an Wertpapieren als Konfliktquelle

Beteiligungen³⁾ und die Eigenbestände der Bank an Wertpapieren erweisen sich als potentielle Quelle von Interessenkonflikten dann, wenn folgende Gegebenheiten vorliegen:

a) Die Bank ist in der Lage, durch ihren Aktienbesitz Einfluss auf die betreffenden Aktiengesellschaften zu nehmen.

Es kann dann sein, dass die Bank weniger an der

1) Vgl. Bösch, Hans-Jürgen: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959.

2) Beispiele missglückter Aktien-Placierungen aus jüngerer Zeit (1965) sind die Unterbringung der Veba-Aktien und der Aktien der Friedrich Schwab KGaA. Vgl. FAZ vom 21.12.1965 und FAZ vom 5.8.1965.

3) Die Wertpapiere des Anlagevermögens, die unter der Position Wertpapiere in der Bilanz der Kreditinstitute ausgewiesen werden, tragen vielfach Beteiligungscharakter. In der Position Beteiligungen werden gewöhnlich nur die Beteiligungen an anderen Kreditinstituten erfasst.

Ertrags- und Kursentwicklung dieser Gesellschaften als an der bankmässigen Geschäftsbeziehung zu diesen Firmen interessiert ist. Das kann zur Folge haben, dass die Bank im Aufsichtsrat oder in der Hauptversammlung eine Geschäftspolitik der Aktiengesellschaft unterstützt, die nicht den Interessen der breiten Masse der Aktionäre entspricht.

b) Die Bank ist daran interessiert, den Erfolg der Gesellschaften, an denen sie beteiligt ist, zu erhöhen.

So werden Banken in der Anlageberatung wahrscheinlich Pfandbriefen von Hypothekenbanken, an denen sie beteiligt sind, den Vorzug vor Pfandbriefen anderer Institute geben. Eindeutig werden von den Banken in der Anlageberatung auch die Fonds derjenigen Kapitalanlagegesellschaften bevorzugt, an denen die Banken selbst beteiligt sind. Dabei liesse sich die Anlageberatung gerade bei den Investmentfonds streng rational nach dem in der Vergangenheit erzielten wirtschaftlichen Erfolg durchführen.

Ein Ergebnisvergleich der deutschen Investmentfonds zeigt erhebliche Leistungsunterschiede der Fonds-Verwaltungen.¹⁾

1) Von Zeit zu Zeit wird - allerdings naturgemäss stets ohne konkrete Beweise - der Verdacht geäussert, dass die Anlagepolitik der deutschen Kapitalanlagegesellschaften nicht immer allein auf grösstmöglichen Wertzuwachs der Fonds-Vermögen abzielt. Anlass solcher Erwägungen war beispielsweise die Aufnahme hoher Posten von Aktien der Gelsenkirchner Bergwerks-Aktien-Gesellschaft durch die Fonds der Deutschen Investment-Trust Gesellschaft für Wertpapieranlagen mbH., einer 100%igen Tochter der Dresdner Bank, als 1962 Herr Krages nom. 68 Mio.DM Aktien der GBAG an

c) Die Bank ist an einem bestimmten Kursniveau der Eigenbestände interessiert.

Zum Beispiel können hohe Kurse angestrebt werden, um unerwünschte Paketbildungen zu vereiteln; niedere Kurse senken dagegen eventuell die Belastung durch Vermögensteuer. Durch entsprechende Anlageberatung könnten Kurse im von der Bank erwünschten Sinne beeinflusst werden.

d) Die Bank ist daran interessiert, ihren Bestand in einem bestimmten Wertpapier zu erhöhen (zu senken).

Denkbar ist hier auch die Bildung von "Paketen", um diese zu gegebener Zeit Dritten anzubieten. Es liegt auf der Hand, dass ein in ein breites Kundengeschäft eingebettetes Eigengeschäft solche Vorhaben erleichtert, weil die Absichten der Bank nach aussen verborgen bleiben.

Die vorstehenden Ausführungen lassen erkennen, dass vor allem bei den mittleren und grossen Kredit-

die Dresdner Bank veräusserte. Der Fonds Concentra soll ferner einer Paketbildung in Aktien der Chemie-Verwaltung gedient haben. Kritisiert wurde auch die Aufnahme von nom. 500.000,-- DM Veba-Aktien zu einem Kurs von rund 210 in den Fonds Investa der Deutschen Bank. Ebenso wurde bemängelt, dass die Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank ihren Allfonds nicht nur als Domizil ihrer hauseigenen Aktien, sondern auch noch zur Finanzierung ihrer Kapitalerhöhung nütze. Vgl. Securius: Unter der Fuchtel der Banken?, in: Die Zeit, 7/1967. Rechenschaftsbericht der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen mbH. zum 30.9.1965, S.16. Capital, 5/1966, S.20. - Ferner: Die Zeit, 47/1965; FAZ vom 14.1.1966; Die Zeit, 13/1966; Steinberg, Heinz: Wer verlor am meisten?, in: Die Zeit, 32/66; Steinberg, Heinz: Investmentsparen ohne Illusionen, in: Die Zeit, 48/1966; Ost, Hans-Dieter: Anlagepolitik der Investmentfonds, in: Das Wertpapier, 5/1967, S.272 ff.

banken aus den Beteiligungen und Eigenbeständen an Wertpapieren die Gefahr von Interessenkonflikten erwächst.¹⁾

Die meist bedeutungslosen Eigenbestände der Privatbankiers erklären, warum dieser Gruppe der Kreditbanken eine unabhängige Position in der Anlageberatung nachgerühmt wird.

4. Die Kosten der Bankleistungen als Konfliktquelle

Die Provisionen im Effektengeschäft decken trotz festgelegter Mindestsätze bei kleineren Umsätzen nicht die entstehenden Kosten.²⁾ Erst bei einem Effektenum-

1) Die nach dem neuen Aktienrecht vorgeschriebenen Mitteilungen über Schachtel- und Mehrheitsbeteiligungen lassen seit 1966 den Umfang der Beteiligungen der Banken erkennen. So verfügt beispielsweise die Deutsche Bank über 79 Beteiligungen; darunter sind 23 Beteiligungen an gewerblichen Unternehmen (überwiegend börsennotierte Aktiengesellschaften). Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bank für das Geschäftsjahr 1965. - FAZ vom 5./6.2.1966; FAZ vom 8.2.1966; FAZ vom 16.2.1966; Süddeutsche Zeitung vom 30.6.1966; Blick in die Portefeuilles der Banken, in: Das Wertpapier, 3/1966, S.144; FAZ vom 19.3.1966. - Beteiligungsverhältnisse in der deutschen Wirtschaft, Sonderausgabe der ZfK, April 1966. Vgl. ferner: Fischer, Otfried: Bankbilanz-Analyse, Meisenheim am Glan 1956, S.46 ff. Fischer spricht zur Charakterisierung der über das Mass einer Kundschaftsbeziehung hinausgehenden Verbindung zwischen gewissen Grosskunden und der Bank von einem "Prinzip der Verflechtung".

2) Vgl. Süchting, Joachim: Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, Frankfurt 1963, S.77 ff.

satz von ca. 1.200,-- DM, der bei Aktien eine Provisionseinnahme von ca. 10,-- DM erbringt, dürften die Banken in der Lage sein, die entstehenden variablen Kosten voll decken und einen Deckungsbeitrag für ihre Fixkosten erwirtschaften zu können.

Die Effektenabrechnung, zahlreiche Buchungsvorgänge und die Effektenverwahrung belasten das Effektingeschäft ausserordentlich stark mit Personalkosten.

Die Kenntnis dieser Kostensituation legt es den Banken nahe, Bagatellumsätze im Effektingeschäft möglichst zu meiden. Das bedeutet, dass bei kleineren Depots die Verwirklichung des anerkannt ratsamen Grundsatzes der Risikostreuung wegen der drohenden Zersplitterung des Depots in Kleinstposten nicht im Interesse der Bank liegt.¹⁾

Notwendig gewordene Umschichtungen in einem Depot (Tauschoperationen), das Ausnützen spekulativer Chancen und die Umwandlung geringer Sparbeträge in Effektenbesitz sind bei Kleindepots bzw. bei kleinen Umsätzen für den Kleinkunden ebenso vorteilhaft wie für den bedeutenden Effektenkunden. Für die Bank bringen sie jedoch keinen Vorteil - zumindest nicht unmittelbar. (Auf lange Sicht kann freilich das kleine Depot der Gegenwart durch beruflichen Erfolg des Inhabers, durch Erbfälle u.ä. eine für die Bank interessante Grösse gewinnen. Die gute Bedienung des Kunden auch bei nicht kostendeckenden Geschäften wird dann der Bank Früchte bringen.-)

1) Nach Baehring sind "die massgeblichen Träger der Aktienwerbung schon im Interesse der Kosteneinsparung bei der Depotverwaltung an der Expansion des (institutionellen) Investmentsparens interessiert". Baehring, Bernd: Geld hinlegen und Geld anlegen, in: Das Wertpapier, 4/1966, S.155.

Von allen bisher besprochenen Konfliktquellen liesse sich der durch die Kosten der Dienstleistungen entstehende Interessenkonflikt am einfachsten eliminieren.¹⁾ Dazu müssten die Mindestgebühren im Depotgeschäft und die Mindestsätze bei der Effektenprovision auf ein in etwa kostendeckendes Niveau angehoben werden. Aus dem Erfolg, den Vertriebsgesellschaften für ausländische Investmentfonds trotz hoher Provisionsbelastung²⁾ in der Bundesrepublik haben, lässt sich der Schluss ableiten, dass die Anleger auf höhere Provisionssätze nicht so empfindlich reagieren würden, wie allgemein angenommen wird.

C. Das Bankgeheimnis als Konfliktquelle

Durch die Einblicke, welche eine Bank aus der normalen Geschäftsbeziehung mit ihrer Kundschaft gewinnen kann, beispielsweise über Wertpapierdispositionen von Verwaltungsmitgliedern von börsennotierten Aktiengesellschaften, über Investitionsvorhaben oder über die Wettbewerbssituation einzelner Aktiengesellschaften, über Aktien-Aufkäufe, Paketveräusserungen u.ä., verfügen Banken über ausgezeichnete und exklusive Informationsquellen. Daneben werden bei den

-
- 1) Im sogenannten Stützel-Gutachten wird ausgeführt, die wertmässige Kostenberechnung bewirke, dass die Kleinkunden von der Bank und diese von den Grosskunden abhängig würden. Vgl. Weber-Krebs, f.: Das Stützel-Gutachten, in: ZfK 1964, S.941.
 - 2) Bis zu 10% des Abschlussbetrages bei Kapitalansammlungsverträgen.

meisten Aktiengesellschaften von Bankenvertretern Aufsichtsratssitze eingenommen. Diese Positionen ermöglichen ebenfalls vorrangige Informationsgewinnung.

Das Bankgeheimnis¹⁾ erlaubt es der Bank nicht, in der Anlageberatung alle ihr bekannten Fakten zum Vorteil der beratenen Kunden darzulegen. "Hat eine Bank Einblick in etwas nur aufgrund der Geschäftsbeziehung gewinnen können, dann ist auch ihr Urteil von dem Vertrauensverhältnis erfasst und darf von der Bank an Dritte nicht mitgeteilt werden."²⁾

Es sind Situationen denkbar, in denen die Bank durch die Pflicht zur Wahrung des Bankgeheimnisses bei der Anlageberatung in einen Interessenkonflikt geraten kann. Dabei wird freilich wohl stets vorrangig das Bankgeheimnis zu wahren sein, da seine Verletzung nicht nur einen groben Vertrauensbruch darstellen würde, sondern auch Ersatzansprüche nach sich ziehen kann.³⁾ Die Interessen des ratsuchenden Kunden können dabei erst in zweiter Linie berücksichtigt werden. (Inwieweit der begünstigte Zugang zu Informationen von den leitenden Persönlichkeiten der Kreditinstitute zum Vorteil der Bank oder zum eigenen Nutzen verwertet wird, bleibt naturgemäss offen.)

Das Bankgeheimnis wird letztlich durch die Verschiedenartigkeit des Kundenkreises der Kreditbanken zur Konfliktquelle. Die vorstehenden Ausführungen können daher als wichtiger Teilaspekt des nächsten Kapitels betrachtet werden.

1) Zum Begriff Bankgeheimnis vgl. Sichtermann, Siegfried: Das Bankgeheimnis in Deutschland, Frankfurt 1965, S.9 ff.

2) Sichtermann, Siegfried: Bankgeheimnis und Bankauskunft, Frankfurt 1957, S.95.

3) Vgl. Sichtermann, Siegfried: Bankgeheimnis und Bankauskunft, Frankfurt 1957, S.136.

D. Die Verschiedenartigkeit des Kundenkreises als Konfliktquelle

Eine gewichtige Ursache für Interessenkonflikte kann in dem Umstand gesehen werden, dass Banken sowohl mit Kapital anlegenden Privatpersonen wie mit börsennotierten Aktiengesellschaften in Geschäftsbeziehung stehen. Allein schon aus der Tatsache, dass die Aktiengesellschaft von Zeit zu Zeit Nachfrage nach Kapital entfaltet, der Anleger aber beim Kauf von Wertpapieren Kapital anbietet, ergibt sich eine gewisse Polarität zwischen diesen beiden Kundengruppen. Das Problem für die Bank besteht darin, einen gerechten Interessenausgleich zwischen diesen Kundengruppen zu fördern. Dabei kann freilich davon ausgegangen werden, dass eine Aktiengesellschaft einer einzelnen Privatperson als Kunde stets vorgezogen werden muss, weil die Bank erwerbswirtschaftlich orientiert ist.¹⁾ Nur die Gesamtheit oder zumindest grössere Teile der Privatpersonen, die Kunden der Bank sind, bilden für die Bank einen Kräftefaktor, den sie beachten muss. Die Anleger dürfen somit nie in ihrer Gesamtheit den Eindruck gewinnen, die Bank vernachlässige ihre Interessen oder sei "aktionärsfeindlich".

Die Rücksichtnahme auf Interessen der Aktiengesellschaften geht andererseits erheblich weiter. Hier hat es die Bank nicht nur mit mächtigen und gewinnbringenden, sondern auch mit sehr sachkundigen und empfind-

1) Vgl. Weihs, Gustav: Die Beziehungen der Banken zur Industrie, Wien, Leipzig 1921, S.4 ff.

lichen Kunden zu tun.¹⁾ Die Vorstände der Aktiengesellschaften wissen heute meist genau, wie wichtig der goodwill ihrer Firmen ist. Der Aktienkurs wird - besonders seit der Kapitalverknappung ab 1965 - nicht mehr als Nebensache angesehen. Man weiss, dass er nicht nur bei Emissionen, Fusionen, Sanierungen oder Abfindungen eine Orientierungsgrösse darstellt, sondern auch für Kunden und Lieferanten (Lieferantenkredit) Bedeutung hat. Als Beispiel für die "Signalwirkung" von Kursbewegungen kann das bereits erwähnte Beispiel der Rheinischen Stahlwerke vom Herbst 1966 dienen.²⁾

Die Loyalität der Bank erstreckt sich aber nicht nur auf Aktiengesellschaften, die in Geschäftsbeziehung zur Bank stehen. In Kenntnis der negativen Auswirkung von Kursrückgängen für die betroffene Gesellschaft vermeiden es Banken vielmehr nach Möglichkeit generell, auf negative Entwicklungen bei einzelnen Gesellschaften oder Branchen frühzeitig hinzuweisen. Dadurch kann die nicht informierte Öffentlichkeit unter Umständen Schaden erleiden.³⁾

Andererseits wird durch diese Haltung der Banken hektischen Kursbewegungen (Panik) vorgebeugt.

Es muss allerdings bezweifelt werden, ob die von den deutschen Banken im allgemeinen geübte Vorsicht bei der Beurteilung einzelner Branchen oder Börsenwerte im-

1) Ohne Verfasser: Überforderte Banken, in: Der Volkswirt, 35/1964, S.1960: "Der Aufbau des deutschen Bankensystems bringt es mit sich, dass beispielsweise die Hausbank eines Montan-Unternehmens es kaum wagen kann, die Aktien der von ihr bankmässig betreuten Gesellschaft schlecht zu beurteilen." - Vgl. ferner Baehring, Bernd: Die wahre Geldanschauung, 2.Auflage, München 1966, S.37.

2) Vgl. S.119.

3) Hier ist an die jahrelang latente Kohlen- und Stahlkrise, an Fälle wie Boswau & Knauer und Ibag zu denken.

mer mit der nötigen Berücksichtigung der Interessen der Privatkundschaft zu vereinbaren ist. Der Anleger hofft, auch über negative Entwicklungen bei einzelnen Werten in seinem Depot aufgeklärt zu werden (aktive Depotüberwachung). Der rechtzeitige Verkauf bei einer sich anbahnenden Tendenzverschlechterung ist für den nachhaltigen Erfolg des Anlegers ebenso wichtig wie überlegte Kaufentscheidungen. -

Die Erteilung des objektiv begründeten Rates, bestimmte Wertpapiere zu verkaufen, wird der Bank durch die aufgezeigte notwendige Rücksichtnahme auf Aktiengesellschaften - oft auch dann, wenn sie nicht Kunden der Bank sind - stark erschwert.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass das vorsichtige Bemühen der Banken, die Interessen ihrer industriellen Grosskunden nicht zu verletzen, zu Konfliktsituationen führt, die in der Diskussion über den Typ der Universalbank am häufigsten als Beleg für die mögliche Benachteiligung einzelner Kundengruppen bei diesem Banktyp herangezogen werden.

E. Die Interbankverflechtungen als Konfliktquelle

Die zwischen den Kreditinstituten bestehenden mehr oder weniger engen Verbindungen - sei es aufgrund von Beteiligungsverhältnissen, sei es aufgrund von Geschäftsbeziehungen (Geldmarkt, Emissions- und Kreditkonsortien u.ä.) - sind so mannigfach und oft für die

einzelne Bank von solcher Bedeutung, dass der Ausdruck "Interbankverflechtung" für diese Beziehungen gewählt wurde.

Diese Interbankverflechtung verlangt insbesondere von kleineren Instituten Rücksichtnahme auf die Interessen solcher Banken, in deren Abhängigkeit sie in irgendeiner Form stehen. Darüber hinaus kann jeder Verstoss gegen das Brancheninteresse nachteilige Konsequenzen (z.B. Isolierung auf dem Geldmarkt) für ein Kreditinstitut zeitigen.

Die in den vorangegangenen Ausführungen geschilderte Abneigung der Banken, bei der Anlageberatung auf negative Faktoren bei einzelnen Gesellschaften hinzuweisen, findet somit in der Interbankverflechtung eine zusätzliche Begründung: Die von einer Bank im Rahmen der Anlageberatung abgegebenen Empfehlungen können den Interessen anderer Kreditinstitute schaden und zu einer Trübung der Beziehungen zu diesen Instituten führen.¹⁾

Auch die Interbankverflechtung zwingt die Kreditinstitute folglich zu einer sorgfältigen Interessenabwägung bei der Durchführung der Anlageberatung.

1) Vgl. Weihs, Gustav, a.a.O., S.54.

III. Folgerungen

Vorweg sei festgestellt, dass es in unserer Wirtschafts- und Gesellschaftsordnung durchaus legitim und normal ist, dass eine Bank ihre eigenen Interessen vertritt. Der Bankkunde sollte daher stets berücksichtigen, dass die Beziehung zwischen ihm und seiner Bank in erster Linie eine Geschäftsbeziehung ist, bei der freilich die Bank in besonderem Masse an einer vertrauensvollen und dauerhaften Verbindung interessiert ist.

Die Tatsache, dass Interessenkonflikte bestehen, sagt noch nichts darüber aus, inwieweit diese Interessenkonflikte bei der Anlageberatung tatsächlich zu einer Benachteiligung führen.

Somit erhebt sich die Frage, ob beim Typ der Universalbank die Schwierigkeiten bei der Anlageberatung durch die geschilderten Interessenkonflikte verstärkt werden, ohne dass spezifische Vorteile dieses Banktyps einen Ausgleich schaffen.

Diese Frage lässt sich nicht generell für alle Kreditbanken beantworten. Dazu ist diese Bankengruppe zu heterogen zusammengesetzt (vgl. S. 7 f.).

Es muss daher eine Trennung der Gruppe Kreditbanken vorgenommen werden in:

1. Kreditbanken, bei denen Bindungen zu börsennotierten Aktiengesellschaften bestehen, und in
2. Kreditbanken, bei denen keine stärkeren Bindungen zu börsennotierten Aktiengesellschaften bestehen.

zu 1. Bei Kreditbanken, die durch ihr Kreditgeschäft, durch Effekten-Eigenbestände, durch Aufsichtsratssitze ihrer leitenden Persönlichkeiten oder ähnliche Beziehungen in besonderer Weise mit börsennotierten Aktiengesellschaften verbunden sind, besteht - zumindest hinsichtlich der Aktiengesellschaften, mit denen die Bank verbunden ist - für den Kunden die Gefahr, dass die Bank in der Anlageberatung nicht uneingeschränkt die Interessen des Anlegers vertreten kann. Messbar, d.h. quantitativ fixierbar, sind allerdings die Nachteile für Kunden als Folge solcher Interessenkonflikte nicht. Einzelne Vorfälle können daher nur als Indiz für das Bestehen solcher Konfliktsituationen gewertet werden.¹⁾

zu 2. Bei kleineren Kreditbanken bestehen diese Gefahren grundsätzlich nicht. Sie scheinen daher dem Kunden eine vorteilhaftere Anlageberatung bieten zu können. Allerdings darf bei dieser Gruppe von Banken nicht übersehen werden, dass Institute, die sich weitgehend auf das Effektingeschäft spezialisiert haben, aus Ertragserwägungen stark an Effekturnumsätzen der

1) Z.B. die Vorgänge bei der Boswau & Knauer AG im Herbst 1964: Das Kreditkonsortium verschwieg den Aktionären lange Zeit die Krisenlage der Gesellschaft. Der Kurs hielt sich dadurch längere Zeit auf einem ungerechtfertigt hohen Niveau. Vgl. Berens, Ernst: Lehren aus dem Fall Boswau & Knauer, in: Süddeutsche Zeitung vom 24.2.1965, S.19. - Baehring, Bernd: Die wahre Geldanschauung, 2.Auflage, München 1966, S.50 ff. - Anlass zu Kritik gab ferner die Haltung der Banken bei der Lederfabrik Heinrich Knoch AG., Frankfurt, bei der jahrelang zum Nachteil der Minderheitsaktionäre die Liquidation aufgeschoben wurde. Vgl. FAZ vom 24.8.1966; FAZ vom 10.4.1967; Das Wertpapier, 9/1966, S.764. - Engler, Georg W., a.a.O., S.70 und S.252.

Kunden interessiert sind. Der Kunde kann bei solchen Instituten nach und nach zum 'trader'¹⁾ "erzogen" werden.

Damit ist zugleich das stärkste Argument gegen reine Effektenbanken vorgebracht. Während bei einer kleineren Universalbank die übrigen Geschäfte, insbesondere das Kreditgeschäft mit kleineren oder mittleren Gewerbebetrieben, auch in Zeiten geringer Effektenumsätze der Kunden einigermaßen gleichmässige Gewinne ermöglichen, ist der Gewinn der reinen Effektenbank weitgehend von den Effektdispositionen der Kunden abhängig.²⁾ Eine Gewinnbeeinflussung durch entsprechende Anlageberatung ist bei diesem Banktyp jedenfalls nicht auszuschliessen.³⁾ Die Gefahr einer Benach-

-
- 1) "Trader" suchen Gewinne aus kurzfristigen Transaktionen. Sie sind nicht unbedingt mit Spekulanten gleichzusetzen, da auch langfristige Dispositionen spekulativ sein können. Bellemore, Douglas, H., a.a.O., S.115, schreibt sehr deutlich über solche kurzfristigen Börsentransaktionen: "It is believed that such activity is enevitably ruinos for the great majority of individuals and only profitable to their brokers."
 - 2) Dass reine Effektenbanken bei stark rückläufigem Börsengeschäft in Schwierigkeiten kommen können, zeigte sich in Japan. Unter massgeblicher Patenschaft der amerikanischen Bankgesetzgebung war in Japan im Jahre 1948 das Wertpapiergeschäft von den übrigen Bankgeschäften getrennt worden. 1964/65 mussten die Geschäftsbanken zur Abwendung einer akuten Gefahr vorübergehend wieder in das Wertpapiergeschäft eingeschaltet werden.
 - 3) Der Sprecher der Deutschen Bank erklärte in der Hauptversammlung seines Institutes am 2.5.1966, dass das Effektengeschäft nur einen minimalen Ertrag abgeworfen habe. "Bei einer Aufteilung der Universalbanken in Kredit- und Wertpapierbanken müssten die Dienstleistungen des Effektengeschäfts wesentlich teurer werden." Bericht der Deutschen Bank über die Hauptversammlung der Deutschen Bank am 2.5. 1966, S.3.

teilung der Kunden bei der Anlageberatung ist somit auch bei diesem Banktyp nicht gebannt.¹⁾

Es zeigt sich, dass in der Bundesrepublik die mittleren und kleinen Kreditbanken einen für die Anlageberatung gut geeigneten Banktyp darstellen. Missbräuche bei der Anlageberatung sind jedoch auch bei diesen Banken nicht grundsätzlich auszuschliessen.

Als wirksamster Schutz gegen Verletzungen der Kundeninteressen erweisen sich:

1. Sorgfältigste Auswahl bei der Besetzung leiten-
der Positionen im Bankgewerbe.
2. Grössere Publizität der Aktiengesellschaften,²⁾

-
- 1) Die Bank kann die Abhängigkeit von den Provisions-
einnahmen aus den Börsentransaktionen der Kunden
verringern, wenn sie gegen feste Gebühren Vermögens-
verwaltungen übernimmt. Vgl. Hellerich, Peter: Stand
des Trustgeschäftes in den Vereinigten Staaten von
Amerika und die Möglichkeiten der Anwendung dieser
Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland,
Dissertation München 1965, S.123 ff. - Eisenmenger,
Hartmut: Trustgeschäft und Vermögensverwaltung durch
Kreditinstitute, Frankfurt 1966. - Puhl, Johannes:
Das Bankgeschäft in den USA, Frankfurt 1954, S.43 ff.
Ferner Weinstein, Bernd P., a.a.O., S.42: "Wer nur
den Wertpapierhandel betreibt, wird zu anderen, viel-
leicht einmal günstigeren Anlagemöglichkeiten kaum
ein voll objektives Urteil abgeben."
 - 2) Die Regelungen in den USA geben dafür das geeignete
Beispiel. Dort müssen u.a. alle Geschäfte von Mitglie-
dern des Boards, das in etwa unserem Vorstand und
Aufsichtsrat entspricht, im Geschäftsbericht veröf-
fentlicht werden, soweit es sich um Aktien der jewei-
ligen Gesellschaft handelt. Auch der Sprecher der
Deutschen Bank hat sich entschieden gegen die Verwer-
tung von Insider-Informationen ausgesprochen, während
ein Vorstandsmitglied der Dresdner Bank auf der Haupt-
versammlung seines Instituts jede Beschränkung der
Dispositionsfreiheit ablehnte: "Wenn wir Geld verdie-
nen, wollen wir auch die Freiheit besitzen, es belie-
big zu verwenden." Vgl. Süddeutsche Zeitung vom 30.5.
1967. - Vgl. ferner Herlt, Rudolf: Publizität in unse-

wodurch das "Informations-Voraus" der Banken begrenzt würde.¹⁾

3. Verwirklichung des häufig geforderten Börsenzwangs für Kundengeschäfte²⁾ sowie der Händler-zu-Händler-Geschäfte für Aktien und Rentenwerte; vollständigere Veröffentlichung der Börsenumsätze; Zentralisierung der Börsengeschäfte in der Bundesrepublik³⁾ auf eine bis

rer Zeit, Hamburg, Berlin, Essen, Frankfurt 1964, S.20 ff. Herlt nimmt zu dem Publizitätsgefälle von den USA nach Europa Stellung. - Angler, Georg W., a.a.O., S.53. -

Bemerkenswert ist die - wohl etwas unrealistische - Vorstellung von Muthesius, der ohne besondere gesetzliche Regelungen die Publizität verbessert sehen möchte. Er stellt fest, dass "hierzulande die Publizitätsfragen bisher mit einer merkwürdigen Einseitigkeit, vorwiegend nur unter rechtlichen Aspekten, gewürdigt zu werden pflegten. Freier Wettbewerb um den Kapitalanleger bedeutet aber im Gegensatz zur juristischen Perspektive, dass man die Formalien zurücktreten und ... das Interesse und seine sachgerechte, im konkreten Einzelfall durchaus individuelle Verfolgung sprechen lässt." Muthesius, Volkmar: Publizität - ohne Gesetzeszwang, in: Monatsblätter für freiheitliche Wirtschaftspolitik, 5/1964, S.288.

- 1) Vgl. auch Baehring, Bernd: Die Universalbank auf der Anklagebank?, in: Das Wertpapier, 5a/1966, S.324.
2) Diese Forderung war auch in den Erwägungen zur Börsenreform des Wirtschaftsministeriums der Regierung Erhard enthalten. Vgl. ohne Verfasser: BMW will die Börse modernisieren, in: Das Wertpapier, 7/1966, S.557. Süddeutsche Zeitung vom 5.7.1966; FAZ vom 5.7.1966. - Ferner Munk: Missbräuche an den Börsen, Berlin 1892, S.33: "Es empfiehlt sich daher, den Selbst-eintritt in Bezug auf Wertpapiere gänzlich auszuschliessen."
3) Vgl. ohne Verfasser: Lichtenberg plädiert für eine Börsenkonzentration, in: FAZ vom 22.3.1967; Vorschläge für bessere Börsen, in: Das Wertpapier, 4/1967, S.170; Börsen-Kummer, in: Capital, 7/1966, S.44 ff. - Vgl. Bornemann, F.O.: Ein erster Schritt zur Börsen-

höchstens drei Börsen. (Der Pakethandel müsste allerdings weiterhin vom Börsenzwang ausgenommen bleiben.)- Der Verzicht auf Kompensationen scheint eine zumutbare Forderung, da sich "die von der Bundesregierung anscheinend in grösserem Umfange vermuteten Kompensationen bei den privaten Banken mit einer Bilanzsumme über 500 Mio. DM auf durchweg unter 10% des jeweiligen Wertpapierumsatzes" belaufen.¹⁾

4. Die Erhaltung eines gesunden Wettbewerbs um die Gunst der anlagesuchenden Kunden. Verschiedene neue Anlageformen und Vertriebsmethoden im Anlagegeschäft²⁾ fördern diesen Wettbewerb.
5. Die Vermittlung besserer Kenntnisse über Wertpapier- und Kapitalmarktfragen an die Kunden.³⁾

reform, in: Das Wertpapier, 7a/1966, S.594 ff. Bornemann regt an, in Deutschland das Börsengeschäft auf eine oder zwei Börsen zu konzentrieren und in allen grösseren Städten und bei allen Kreditinstituten Börsenagenturen einzurichten, die per Fernschreiber, Telefon und Fernsehen mit den Maklern in Verbindung stehen. Die Verlängerung der Börsenzeit wäre dazu erforderlich. - Die durch die Zersplitterung des Wertpapiermarktes verstärkte Marktengde führt immer wieder zu übertrieben starken Kursausschlägen. So stieg beispielsweise am 14.7.1966 bei einem Gesamtumsatz von nur 9.000.-- DM der Kassakurs der Karstadt-Aktie in Frankfurt um 38 Punkte. Vgl. FAZ vom 15.7.1966. Ebenso heftig sind oft bei kleinem Angebot die Kursrückgänge.

- 1) Vgl. ohne Verfasser: Banken und Konzentration, in: Jahresbericht des Bundesverbandes des privaten Bankgewerbes (e.V.) 1963/64, S.38. - Ferner Ehlen, Karl Josef: Die Filialgrossbanken, Stuttgart 1960, S.39 ff.
- 2) Vor allem der Direktverkauf in der Wohnung des Kunden; ferner die Einschaltung von Broker-Banken mit Sitz in der Bundesrepublik.
- 3) Der Arbeitskreis zur Förderung der Aktie erstrebt seit mehreren Jahren dieses Ziel - bisher allerdings

Dadurch verringert sich bei Anlageproblemen die Abhängigkeit der Kunden von der Anlageberatung der Banken. "Angesichts des wachsenden Informationsbedürfnisses im Börsenpublikum und der Gefahr der Befriedigung dieses Bedürfnisses durch ganz und gar unzulängliche, ja teilweise sogar irreführende Publikationen beginnt sich im volkswirtschaftlichen Interesse sowie auch im Eigeninteresse der Banken eine Verpflichtung zu vermehrter auf seriösester Grundlage füssender Anlageberatung und zu aktiver Verbreitung gesunder Anlagegrundsätze im gesamten Anlagepublikum für die Banken geradezu aufzudrängen."¹⁾

Mit zunehmender Kenntnis auf dem Gebiet der Wertpapier- und Kapitalmarktfragen wird die Kundschaft freilich auch höhere Ansprüche an die Anlageberatung der Banken stellen. Daraus könnte sich künftig eine noch stärkere Bedeutung der Anlageberatung als Wettbewerbsfaktor im Bankgewerbe ergeben.

ohne grösseren Erfolg. Durch Produktion von Fernsehfilmen und durch Lehrfilme für die Schulen könnten die sehr begrenzten Kenntnisse über diese Fragen bei breiteren Bevölkerungsschichten und insbesondere bei der Schicht der künftigen Anleger wohl am wirkungsvollsten und schnellsten erhöht werden. Der hohe Werbeaufwand der New Yorker Börse führte in den USA zu einem starken Anstieg der Zahl der Aktionäre. Vgl. Bruns, Georg: Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt 1961, S.143. - Organisation und Methodik eines vorbildlichen public relations-Feldzuges amerikanischer Banken zur Förderung des Verständnisses für den Aktienmarkt beschreibt Kropf, H.F.J.: Angewandte Psychologie und Soziologie in Werbung und Vertrieb, Stuttgart 1960, S.119.

- 1) Ittensohn, Jacques: Wachsende Bedeutung der Anlagestudien im Bankwesen, in: ZfK, 20/1959, S.894 ff.

Literaturverzeichnis

I. Bücher und Sammelwerke:

- Albach, Horst: Wirtschaftlichkeitsrechnung bei unsicheren Erwartungen, Köln und Opladen 1959
- Amling, Frederick: Investments, Englewood Cliffs, N.J., 1965
- Aust, Eberhard: Der Wettbewerb in der Bankwirtschaft, Frankfurt 1963
- Badger, R.E.; Guthmann H.G.: Investment Principles and Practices, 3. Auflage, New York 1941
- Beehring, Bernd: Die wahre Geldanschauung, 2. Auflage, München 1966
- Baruch, Bernard: My own Story, New York 1957
- Bayer, Hans (Herausgeber): Wirtschaftsprognose und Wirtschaftsgestaltung, Berlin 1960
- Beck, Heinz: Kommentar zum Gesetz über die Deutsche Bundesbank, Mainz-Gonsenheim, Düsseldorf 1959
- Becker, Wolf-Dieter: Vermögensanlage auf dem Sparkonto, in: Zimmerer, Carl (Herausgeber): Handbuch der Vermögensanlage, Frankfurt 1964

- Bellemore, Douglas H.: Investments, New York 1963
- Bender, James F.: Hohe Schule des Verkaufens, Düsseldorf, Wien 1963
- Benesch, Helmuth: Wirtschaftspsychologie, München, Basel 1962
- Bergler, Reinhold: Psychologie des Marken- und Firmenbildes, Göttingen 1963
- Blackstone, Henry: Information Theory, in: Top Management Handbook, New York, Toronto, London 1960
- Blackwell, David; Girshick, M.A.: Theory of Games and Statistical Decisions, New York, London 1954
- Blessing, Werner; Puhl, Johannes: Börsenchancen richtig nutzen, München 1959
- Bock, Theodor: Die Aussagefähigkeit der Bankbilanz, Dissertation München 1960
- Böhme, Rosemarie: Die Verhaltensweisen der Kreditbanken, Dissertation Frankfurt 1955
- Bösch, Hans-Jürgen: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Frankfurt 1959
- Bowman, Mary Jean (Herausgeber): Expectations, Uncertainty, and Business Behavior, New York 1958
- Bruns, Georg: Einführung in das Effektenwesen, Frankfurt 1959

- Bruns, Georg: Effektenhandel an deutschen und ausländischen Börsen, Frankfurt 1961
- Bruns, Georg: Entwicklungsprobleme des Effektenwesens, Frankfurt 1966
- Brupbacher, Willy: Die Bedeutung der Kursentwicklung der eigenen Aktien für den Betrieb und die Kurspflege, Bern 1936
- Bückle, Willy: Versuch einer Systematik der Preisbestimmungsfaktoren am Aktienmarkt, Dissertation Frankfurt 1938
- Büschgen, Hans E.: Wertpapieranalyse, Stuttgart 1966
- Carpenter, H.G.: Investment Timing by Formula Plans, New York 1943
- Dannemann, Werner: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1959
- Dean, Joel: Managerial Economics, 7. Auflage, Englewood Cliffs, N.J., 1957
- Dichter, Ernest: Was ist Motivforschung und Tiefenpropaganda?, in: Motivforschung und Tiefenpropaganda, Rüschlikon (Zürich) 1959
- Dince, Robert R.: Formula Planning - Another Method of Locating Highs and Lows, in: Lerner, Eugene M. (Herausgeber): Readings in Financial Analysis and Investment Management, Homewood, Ill., 1963

- Ehlen, Karl Josef: Die Filialgroßbanken, Stuttgart 1960
- Eiles, Hans: Wettbewerb der Kreditinstitute, Neuwied 1960
- Eisenmenger, Hartmut: Trustgeschäft und Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, Frankfurt 1966
- Engel, Louis: How to Buy Stocks, 3. Auflage, New York 1962
- Engler, Georg Wilhelm: Vor Aktien wird gewarnt, München, Bern, Wien 1967
- Esenwein-Rothe, Ingeborg: Die Struktur des Bankwesens als Gegenstand wirtschaftsstatistischer Analyse, Berlin 1959
- Fabri, Theodor: Die Kleinaktie, Berlin 1959
- Fischer, Otfried: Bankbilanz-Analyse, Meisenheim am Glan 1956
- Fritsch, Karl: Das Wertpapiergeschäft im Zusammenhang mit dem Sparkassenbetrieb, Wien 1957
- Genske, E.: Wie lege ich mein Geld an?, Frankfurt, Berlin, Wien 1967
- Georgescu-Roegen, Nicholas: The Nature of Expectation and uncertainty, in: Bowman, Mary Jean (Herausgeber): Expectations, Uncertainty and Business Behavior, New York 1958

- Gericke, Horst: Die Börsenzulassung von Wertpapieren, Wiesbaden 1961
- Girnth, Walter: Geldanlagen, Köln 1959
- Goossens, Franz: Der große Ratgeber für krisen-feste Geldanlagen, 2.Auflage, München 1966
- Graham B.; Dodd D.L.; Cottle S.: Security Analysis, Principles and Technique, 4.Auflage, New York 1962
- Guhr, Hans-Martin: Kapitalanlagen in schottischem Whisky, Frankfurt 1965
- Gutenberg, Erich: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, Wiesbaden 1958
- Gutenberg, Erich: Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 2.Band: Der Absatz, 5.Auflage, Berlin, Göttingen, Heidelberg 1962
- Badger, R.E.; Guthmann, H.G.: Investment Principles and Practices, 3.Auflage, New York 1941
- Hagenmüller, Karl: Bankbetrieb und Bankpolitik, Wiesbaden 1959
- Hagenmüller, Karl: Der Bankbetrieb, Band II, Wiesbaden 1964
- Hagenmüller, Karl: Gewinnbringender Umgang mit Banken, Stuttgart 1964
- Hahn, Albert: Geld und Kredit, Frankfurt 1960

- Hart, A.G.: Anticipations, Uncertainty, and Dynamic Planning, Chicago 1940
- Hasenack, Wilhelm: Betriebskalkulation im Bankgewerbe, Berlin 1925
- Heinen, Edmund: Betriebswirtschaftliche Kostenlehre, Band I, Begriff und Theorie der Kosten, 2.Auflage, Wiesbaden 1965
- Hellerich, Peter: Der Stand des Trustgeschäftes in den Vereinigten Staaten von Amerika und die Möglichkeit der Anwendung dieser Geschäftssparte in der Bundesrepublik Deutschland, Dissertation München 1965
- Henry, Harry: Motivation Research, London 1958
- Herbst, Walter: Die Selbstkosten-Rechnung im Bankbetrieb, Dissertation Frankfurt 1927
- Herlt, Rudolf: Publizität in unserer Zeit, Hamburg, Berlin, Essen, Frankfurt 1964
- Herold, H.; Lippisch, W.: Bank- und Börsenrecht, 2.Auflage, Berlin, Frankfurt 1962
- Hintner, Otto: Wertpapierbörsen, Wiesbaden 1961
- Höfermann, Friedhelm: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Frankfurt 1959
- Hoeres, Otto: Steuertaktik bei Wertpapierbesitz, Bonn 1959

- Imhof, Franz: Die Wertpapieremission und ihre Beziehungen zum Wertpapierhandel, Dissertation Frankfurt 1959
- Investment Bankers Association (Herausgeber): Fundamentals of Investment Banking, 5. Auflage, Englewood Cliffs, N.J., 1958
- Isaac, Alfred: Über das Selbstkostenproblem im Bankbetrieb, Leipzig 1921
- Jacob, Franz R.: Wertschriftenverwaltung und Wertschriftenanalyse nach amerikanischem Vorbild, Basel, Stuttgart 1959
- Just, Robert: Die wirtschaftliche Funktion der Wertpapiere, 4. Auflage, Zürich 1947
- Kaminsky, Stefan: Die Kosten- und Erfolgsrechnung der Kreditinstitute, Meisenheim 1955
- Karsten, C.F.: Competition Between Commercial Banks and Other Financial Institutions, in: Nijhoff, Martinus (Herausgeber): Trends in Bank Credit and Finance, Den Haag 1961
- Katona, George: Business Expectations in the Framework of Psychological Economics (Towards a Theory of Expectations), in: Bowman, Mary Jean (Herausgeber): Expectations, Uncertainty, and Business Behavior, New York 1958, S.59 ff.
- Keil, Hans: Die Aktie und Du, Wiesbaden 1960

- Knapp, Reinhart: Wie legt man Geld vorteilhaft an?,
Stuttgart 1960
- Koch, Arwed: Banken und Bankgeschäfte unter besonderer Berücksichtigung der Rechtsverhältnisse, Jena 1931
- Koch, Helmuth: Betriebliche Planung, Grundlagen und Grundfragen der Unternehmungs-
politik, Wiesbaden 1961
- Koch, Helmuth: Probleme unternehmerischer Prognose,
in: Bayer, Hans (Herausgeber): Wirtschaftsprognose und Wirtschafts-
gestaltung, Berlin 1960
- Koschorek, Gerhard: Verkaufen will gelernt sein,
Düsseldorf 1961
- Kosiol, Erich (Herausgeber): Organisation des Entscheidungsprozesses, Berlin 1959
- Krelle, Wilhelm: Theorie wirtschaftlicher Verhaltensweisen, Meisenheim, Wien 1953
- Kropf, H.F.J.: Angewandte Psychologie und Soziologie in Werbung und Vertrieb,
Stuttgart 1960
- Lackmann, F.: Theorien und Verfahren der Unternehmungsbewertung, Berlin 1954
- Lansburgh, Alfred: Zur Systematik der Preisbildung an der Effektenbörse, Stuttgart 1917
- Lehmann, M.R.: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre,
3.Auflage, Wiesbaden 1956

- Leiskow, Hanns: Spekulation und öffentliche Meinung in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts, Jena 1930
- Leitner, Friedrich: Bankbetrieb und Bankgeschäfte, 6.Auflage, Frankfurt 1923
- Leitner, Friedrich: Das Bankgeschäft und seine Technik, 4.Auflage, Frankfurt 1920
- Lerner, Eugene M. (Herausgeber): Readings in Financial Analysis and Investment Management, Homewood, Ill., 1963
- Linhardt, Hanns: Bankbetriebslehre, Band I: Bankbetrieb und Bankpolitik, Köln, Opladen 1957
- Macklot, Michael: Der unfehlbare Weg, Vermögen zu erwerben und wohl damit umzugehen, Karlsruhe 1766
- Meinzolt, Wolfgang: Die Wettbewerbsbeschränkungen im deutschen Bankgewerbe, Dissertation München 1956
- Meithner, Karl: Preishildung an der Effektenbörse, Wien 1930
- Mellerowicz, Konrad: Kosten und Kostenrechnung, Band I: Theorie der Kosten, 4.Auflage, Berlin 1963
- Merkel, Hans-Günter: Theorie der Kapitalmarktpolitik, Berlin 1955
- Meyer-Bremer: Börsengesetz nebst Ausführungsbestimmungen, 4.Auflage, Berlin 1957

- Meyer, John R.; Kuh, Edwin: The Investment Decision,
Cambridge, Mass., 1957
- Milijewitsch, Miodrag: Kreditbank und Börse, Berlin,
Wien 1934
- Mises, Richard v.: Wahrscheinlichkeit, Statistik
und Wahrheit, 3.Auflage, Wien 1951
- Modigliani, F.; Cohen, K.J.: The Significance and Uses
of Ex Ante Data, in: Bowman, Mary
Jean (Herausgeber): Expectations,
Uncertainty, and Business Behavior,
New York 1958
- Modigliani, F.: The Measurement of Expectations, in:
Bowman, Mary Jean: Expectations, Un-
certainty, and Business Behavior,
New York 1958
- Müller, Gerhard; Löffelholz, Josef: Bank-Lexikon, 5.Auf-
lage, Wiesbaden 1963
- Münstermann, Hans: Wert und Bewertung der Unternehmung,
Wiesbaden 1966
- Munk: Mißbräuche an den Börsen, Berlin
1892
- Nell-Breuning, Oswald von: Grundzüge der Börsenmoral,
Freiburg 1928
- Neumann, John von; Morgenstern, Oscar: Spieltheorie und
wirtschaftliches Verhalten,
Würzburg 1961
- Newman, Joseph W.: Motivation Research and Marketing
Management, Boston 1957

- Obst, Georg: Der Verkehr mit der Bank,
Stuttgart 1935
- Obst, Georg: Das Bankgeschäft, II.Band: Bank-
politik, Stuttgart 1919, 3. Auflage
- Obst-Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen,
35.Auflage, Stuttgart 1963
- Oppermann, Georg: Wertpapiere, Frankfurt, Köln 1956
- Prellberg, Hennig: Der Selbsteintritt der Banken im
Wertpapierhandel, Dissertation
Göttingen 1962
- Prion, Willi: Die Preisbildung an der Wertpapier-
börse, Leipzig 1910
- Prisme, John H.: Security and Investment Analysis,
in: Investment Bankers Association
of America (Herausgeber): Fundamen-
tals of Investment Banking, 5.Auf-
lage, Englewood Cliffs, N.J., 1958
- Puhl, Johannes: Das Bankgeschäft in den USA,
Frankfurt 1954
- Quittner, Paul: Investment, Berlin 1930
- Reutlinger, R.: Die Kostenrechnung im Bankgewerbe,
Bern 1947
- Rittershausen, Heinrich: Bankpolitik, Frankfurt 1956
- Röthlingshöfer, Karl: Die mikroökonomische Planung,
Dissertation München 1960

- Sandig, Curt: Die Führung des Betriebes,
Stuttgart 1953
- Schär, Joh. Friedrich: Die Bank im Dienste des Kauf-
manns, Leipzig 1909
- Scheller, Georg: Der Handel in amtlich nicht notier-
ten Werten, Berlin 1924
- Schlag, Hans Werner: Aktien als Vermögensanlage, Frank-
furt 1959
- Schmalenbach, Erich: Finanzierungen, Leipzig 1921
- Schmölders, Günter: Ökonomische Verhaltensforschung,
Vortrag vor der Arbeitsgemeinschaft
für Forschung des Landes Nordrhein-
Westfalen, Köln, Opladen 1957
- Schneider, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie,
III. Teil: Geld, Kredit, Volksein-
kommen und Beschäftigung, 5.Auflage,
Tübingen 1959
- Schönpflug, Fritz: Die Abteilungskalkulation in Bank-
betrieben, Berlin 1934
- Seidel, Eberhardt: Das Depotstimmrecht der Banken,
Düsseldorf 1961
- Sichter mann, Siegfried: Das Bankgeheimnis in Deutschland,
Frankfurt 1965
- Sichter mann, Siegfried: Bankgeheimnis und Bankauskunft,
Frankfurt 1957
- Somary, Felix: Bankpolitik, 3.Auflage, Tübingen 1934

- Spoerle, Gerd: Mein Geld gut angelegt in Aktien und Investment, München 1965
- Stangl, Anton: Motive, Kunden und Geschäfte - Psychologisch richtig verhandeln, Stuttgart 1962
- Statistisches Handbuch der Bank deutscher Länder, Frankfurt 1955
- Steinrücke, Bernhard; Scholze, Herbert: Das Konsortialgeschäft der deutschen Banken, Berlin 1956
- Stößel, Reinhold: Arten und Formen des Wettbewerbs im Kreditgeschäft der Depositenbanken in der Bundesrepublik Deutschland, Dissertation Würzburg 1958
- Strathus, Hans: Der Kapitalmarkt in Westdeutschland und die Probleme seines Wiederaufbaus, Bonn 1952
- Strobel, Arno: Die Liquidität, 2.Auflage, Stuttgart 1953
- Stucken, Rudolf: Liquidität der Banken, Berlin 1940
- Stützer, Rudolf: Die Wertpapieranlage der Kreditinstitute, Berlin 1957
- Süchting, Joachim: Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, Frankfurt 1963
- Theisinger, Karl; Löffelholz, Josef: Die Bank, 2.Band: Die Bankgeschäfte, Wiesbaden 1952

- Thomae, Hans (Herausgeber): Die Motivation menschlichen Handelns, Köln 1965
- Thomas, Karl: Ausleihungen, Diskontierungen und Wertpapieranlagen der Kreditbanken, Berlin 1956
- Thomas, Rollin G.: Modern Banking, 3. Auflage, New York 1946
- Tomlinson, Lucile: Successful Investing Formulas, 2. Auflage, New York 1950
- Vajda, S.: The Theory of Games and Linear Programming, 3. Auflage, London, New York 1958
- Viel, Jakob: Betriebs- und Unternehmungsanalyse, 2. Auflage, Zürich 1958
- Viel, Jakob: Probleme der Unternehmungswertberechnung, Bern 1960
- Vogelstein, Th.: Die finanzielle Organisation der kapitalistischen Industrie und die Monopolbildungen, Tübingen 1914
- Wagner-Junge: Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 14. Auflage, Bad Homburg, Berlin, Zürich 1958
- Waldthausen, Michael von: Handbuch des amerikanischen Stockbrokergeschäfts, Frankfurt 1963
- Weber, Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken, 3. Auflage, München, Leipzig 1922

- Weber, Adolf: Geld und Kredit, Banken und Börsen,
6.Auflage, Heidelberg 1959
- Weihs, Gustav: Die Beziehungen der Banken zur
Industrie, Wien, Leipzig 1921
- Weinstein, Bernd P.: Bankverbindung richtig nutzen,
München 1957
- Wendt, Kurt: Wer informiert über den deutschen
Wertpapiermarkt?, München 1957
- Wiswede, Günter: Motivforschung - Eine Analyse
Ihrer Erkenntnisgrenzen, München
1962
- Wittgen, Robert: Gold als Geldanlage, 2.Auflage,
München 1964
- Wittmann, Heinrich: Briefmarken als Geldanlage und
Spekulationsobjekt, 5.Auflage,
München 1966
- Wittmann, Waldemar: Unternehmung und unvollkommene
Information, Köln, Opladen 1959
- Worret, Franz: Bankpolitik als Machtfrage,
Berlin 1955
- Zimmerer, Carl: Bankbetriebslehre, Essen 1956
- Zimmerer, Carl: Vermögensanlage in Unternehmungen
und Beteiligungen, in: Zimmerer,
Carl (Herausgeber): Handbuch der
Vermögensanlage, Frankfurt 1964
- Zimmerer, Carl (Herausgeber): Handbuch der Vermögens-
anlage, Frankfurt 1964

II. Aufsätze:

- Abs, Hermann J.: Wertpapier- und Vermögensanlage, Vortrag, gehalten auf dem 3. Deutschen Wertpapiertag, abgedruckt als Beilage zu: Das Wertpapier, 11/1964
- Arnau, Frank: Das Geschäft mit Kunstwerken, in: Der Volkswirt, 50/1966, S.2401 ff.
- Baehring, Bernd: Geld hinlegen und Geld anlegen, in: Das Wertpapier, 4/1966, S.155f.
- Baehring, Bernd: Universalbanken auf der Anklagebank?, in: Das Wertpapier, 5a/1966, S.324 ff.
- Baehring, Bernd: "Timing" am Aktienmarkt, in: ZfK, 23/1965, S.1115 ff.
- Baldus, Th.: Die immateriellen Werte bei der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 40/1964, S. 1381 ff.
- Bergmann, Hans: Chancen und Risiken der Immobilienfonds, in: Das Wertpapier, 11/1966, S. 830 ff.
- Berens, Ernst: Lehren aus dem Fall Boswau & Knauer, in: Süddeutsche Zeitung vom 24.2.1965, S. 19
- Bischoff, W.O.: Die Problematik der externen Ertrags-schätzung, in: Der Bankkaufmann, 1/1966, S. 37 ff.

- Bischoff, W.O.: Aussagemöglichkeit und Problematik finanzwirtschaftlicher Kennzahlen zur Ermittlung der Ertragskraft, in: Neue Betriebswirtschaft, 6/1964, S. 161 ff.
- Bornemann, F.O.: Ein erster Schritt zur Börsenreform, in: Das Wertpapier, 7a/1966, S. 594 ff.
- Büschgen, Hans E.: Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, in: Das Wertpapier, 10/1965, S. 808 ff.
- Cluse, E.: Gewinne bestimmen das Kursniveau, in: Der Volkswirt, 29/1966, S. 1393 ff.
- Donner, O.: Die Kursbildung am Aktienmarkt - Grundlagen zur Konjunkturbeobachtung auf den Effektenmärkten, in: Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft Nr. 36/1934
- Feske, J.: Die Berücksichtigung von Währungsrisiken bei Effektengeschäften, in: Bank-Betrieb 1964, S. 201
- Forberg, Kurt: Vortrag zum Thema "Kapitalmarkt und Börse nach der Aktienrechtsreform", in: Sonderdruck der ZfK, Dezember 1965, S. 12
- Gädtings, Harry: Die Briefmarke als "Wertpapier", in: ZfK, 13/1965, S. 609
- Gordon, M.J.: Dividends, Earnings, and Stock Prices, in: The Review of Economics and Statistics, 41/1959, Cambridge, Mass., S. 99 - 105
- Grüter, Stefan: Die 'Philosophie' der Banken, in: Die Aussprache 1960, S. 9 ff.

- Hauck, Michael: Sorgfältige Effektenanalyse schafft Vertrauen, in: Beiheft zu Der Volkswirt, 44/1964, S. 34-36
- Hauck, Michael: Die Rolle der Wertpapieranalyse in der Anlageberatung, in: Bank-Betrieb, 9/1961, S. 97 ff.
- Henn, Rudolf: Über die Struktur mikroökonomischer Entscheidungssituationen, in: ZfB, 1964, S. 508 - 515
- Hielscher U.; Schulz H.-D.; Cluss E.: Gewinne bestimmen das Kursniveau, in: Der Volkswirt, 29/1966, S. 1393 ff.
- Hunscha, Kurt: Bankpolitik am Scheidewege, in: ZfK, 1/1948, S. 28
- Ittensohn, Jacques: Wachsende Bedeutung der Anlagestudien im Bankwesen, in: ZfK, 20/1959, S.894 ff.
- Kaiser, Friedhelm: Brauchen unsere Banken ein anderes Image?, in: Die Absatzwirtschaft, 23/1966, S. 1718
- Koch, Helmut: Zur Diskussion der Ungewissheitstheorie, in: ZfhF 1960, S. 49 ff.
- Kosiol, Erich: Rentabilität, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band III., 3. Auflage, Stuttgart 1960, S. 4642
- Koestler, Arthur: Die Seele neu entdeckt, in: Die Zeit, 19/1961, S. 12
- Lenel, Hans Otto: Neue Entwicklungstendenzen auf dem deutschen Kapitalmarkt, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 2/1961, S. 154 - 168

- Lichtenberg, Paul: Der Anleger braucht Publizität, in:
Beilage zu Der Volkswirt, 44/1964,
S. 24 - 27
- Linden, J.: Cash Flow oder Reingewinn, in: Das
Wertpapier, 1/1962, S. 3 ff.
- Livingstone, J.A.: How Wrong Can Economists Be?, in:
The Management Review, 6/1953, S.344
- Lutz, Friedrich A.: Das Problem der Wirtschaftsprognose,
in: Recht und Staat, Heft 185,
Tübingen 1955, S. 19 f.
- Mathiensen, Ernst: Grenzüberschreitende Wertpapier-
transaktionen, in: Beilage zu Der
Volkswirt, 43/1961, S. 28 ff.
- Muthesius, Volkmar: Publizität - ohne Gesetzeszwang,
in: Monatsblätter für freiheitliche
Wirtschaftspolitik, 5/1964, S. 288 ff.
- Ost, Hans-Dieter: Gewinn je Aktie, in: Das Wertpapier,
8/1966, S. 655 ff.
- Ost, Hans-Dieter: Anlagepolitik der Investmentfonds,
in: Das Wertpapier, 5/1967, S.272 ff.
- Rittershausen, Heinrich: Funktionstrennung im Bankwesen,
in: ZfK 1948, S. 178 - 180
- Röpke, Wilhelm: Der Platz der Börse in der moder-
nen Wirtschaft, Vortrag, gehalten
am 6. 11. 1963 in München, abge-
druckt in: Die Bayerische Börse in
neuen Räumen, Broschüre, S. 15 - 27

- Scholze, H.: Das Konsortialgeschäft - Vorfinanzierung und Emission, Zeichnung und Prospekthaftung, in: ZfK, 5/1954, S. 160 ff., 6/1954, S. 188ff., 7/1954, S. 216 ff.
- Schönpflug, Fritz: Zum Begriff der bankbetrieblichen Leistung, in: Zahlungsverkehr und Bankbetrieb 1934, S. 17 ff. und S. 103
- Seligman, Daniel: Playing the Market with Charts, in: Fortune, 2/1962, S. 118 - 177
- Stucken, Rudolf: Die wertbeständigen Anleihen, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, 166. Band, 3. Teil, München, Leipzig 1924
- Stützel, Wolfgang: Liquidität, in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, 6. Band, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1959, S. 622 - 629
- Stützer, Rudolf: Theoretische Grundlagen der Vermögensberatung, in: ZfK, 5/1966, S. 183 ff.
- Trautmann, Walter: Ein Platz für Pioniere, in: Beiheft zu Der Volkswirt, 44/1964, S. 3
- Vallenthin, Wilhelm: Vortrag zum Thema "Kapitalmarkt und Börse nach der Aktienrechtsreform", in: Sonderdruck der ZfK, Dezember 1965, S. 4

- Weber-Krebs, F.: Das Stützel-Gutachten, in: ZfK, 19/1964, S. 941 f.
- Wittmann, Waldemar: Ungewißheit und Planung, in: ZfhF, 1958, S. 499 ff.
- Zimmerer, Carl: Zur Theorie der Vermögensanlage, in: ZfK, 11/1965, S. 492
- Ohne Verfasser: Beteiligungsverhältnisse in der deutschen Wirtschaft, Sonderausgabe der ZfK, April 1966
- Ohne Verfasser: BMW will die Börse modernisieren, Das Wertpapier, 7/1966, S. 557
- Ohne Verfasser: Börsen-Kummer, Capital 7/1966, S. 44 ff.
- Ohne Verfasser: Überforderte Banken, in: Der Volkswirt, 35/1964, S. 1960
- Ohne Verfasser: Die Anlageberatung am Bankschalter, in: Beiheft zu Der Volkswirt, 44/1964, S. 28 - 31
- Ohne Verfasser: Informationsdienste - so und so, in: Beilage zu Der Volkswirt, 7/1961, S. 49 ff.
- Ohne Verfasser: Vermögensverwaltung als Bank-Kundendienst, in: ZfK, 16/1959, S. 739 ff.

III. Sonstige Schriften

- Bache & Co. Inc.: The Selected List, Broschüre, ohne Ortsangabe, 1967
- Bankhaus Schröder Gebrüder & Co., Hamburg: Sind amerikanische Aktien besser als europäische?, Hamburg 1966
- Bayerische Vereinsbank: Kapital-Anlagen, Renten, München November 1966
- Bundesverband des privaten Bankgewerbes (e.V.): Jahresbericht 1963/64, Köln 1964
- Commerzbank Aktiengesellschaft: Rund um die Börse 1966, Broschüre, Frankfurt 1966
- Deutsche Bank Aktiengesellschaft: Zur Entwicklung des Wertpapierabsatzes in der Bundesrepublik, in: Wirtschaftliche Mitteilungen, September 1964
- Deutsche Bank Aktiengesellschaft: Probleme des deutschen Kapitalmarktes, Ausführungen von Abs, Hermann J., auf der Hauptversammlung der Deutschen Bank am 2. Mai 1966 in Düsseldorf
- Deutsche Bank Aktiengesellschaft: Beiträge zu Wirtschafts- und Währungsfragen und zur Bankgeschichte, Sommer 1966

Die Bayerische Börse in neuen Räumen, Broschüre, München 1963

Verlag Hoppenstedt & Co.: Der Mindestertrag aus Rentenwerten, Darmstadt 1957

Institut International d'Etudes Bancaires: Der europäische Wertpapier- und Emissionsmarkt im Hinblick auf internationale Finanzierungen, Tagungsbericht, Knokke, Belgien, November 1964

Merck, Finck & Co., München, Frankfurt: Börsenfilme, Zahlen aus Aktienanalysen des Instituts für Investmentdokumentation, Darmstadt, Oktober 1966

Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.: Leitfaden für Kapitalanleger, Frankfurt 1966

Praeneste Verlags-Anstalt, Vaduz: 200 Jahre Pfandbrief, Monographie, 1965

Schweizerische Bankgesellschaft: Die Börse und ich, Broschüre, Februar 1967

Schweizerische Bankgesellschaft: Wozu ein Wertschriftendepot bei der SBG?, Broschüre, ohne Jahresangabe

Schweizerischer Bankverein: Erfahrungsgrundsätze der Kapitalanlage, Broschüre, 1964

Lebenslauf

Am 24. März 1937 wurde ich als Sohn des Industriekaufmanns Edward Krause und seiner Frau Johanna, geborene Haydt, in Heilbronn am Neckar geboren.

Die Volksschule und sieben Klassen Gymnasium besuchte ich in Wels, Ober-Österreich. 1954 trat ich in das Robert-Mayer-Gymnasium in Heilbronn ein und legte dort im Frühjahr 1955 das Abitur ab.

Erste kaufmännische Erfahrung erwarb ich von Juni 1955 bis April 1956 bei G. Costa & Co., einer Feinkost-Importfirma in London. Von 1956 bis 1958 war ich Lehrling bei der Handels- und Gewerbetank Heilbronn A.G., Heilbronn.

Anschließend studierte ich in München und Wien Betriebswirtschaftslehre. Im Wintersemester 1962/63 bestand ich die kaufmännische Diplomprüfung an der Staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität München.

1963 begann ich mit der Erstellung meiner Dissertation. Von Juli 1964 bis Februar 1965 war ich Assistent am Betriebswirtschaftlichen Institut der Universität München. Von März bis Dezember 1965 erhielt ich ein Promotions-Stipendium der Stiftung Volkswagenwerk. 1966 und 1967 arbeitete ich an der Fertigstellung der vorliegenden Arbeit.

